



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

gennaio 2016

1 | 2016



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 1 / 2016
Gennaio

Le altre pubblicazioni economiche della Banca d'Italia sono le seguenti:

Relazione annuale

Un resoconto annuale dei principali sviluppi dell'economia italiana e internazionale

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo www.bancaditalia.it
oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca (Via Nazionale 91, 00184 Roma) e presso le Filiali della Banca d'Italia

© Banca d'Italia, 2016

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983

Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

Direttore responsabile

Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione

Daniela Marconi e Alessandro Secchi (coordinamento), Valentina Aprigliano, Francesco Caprioli, Valerio Della Corte, Ginette Eramo, Davide Fantino, Juho Taneli Makinen, Roberto Piazza, Filippo Scoccianti

Fabrizio Martello, Silvia Mussolin e Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Sara Cecchetti, Martina Cecioni, Simone Emiliozzi, Maria Cristina Fabbri, Stefano Federico, Filippo Natoli, Alessandro Notarpietro, Stefano Piermattei, Stefano Piersanti, Laura Sigalotti

Indirizzo

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili all'8 gennaio 2016, salvo diversa indicazione

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

INDICE

LA SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	8
1.2 L'area dell'euro	10
1.3 I mercati finanziari internazionali	17
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	20
2.2 Le imprese	21
2.3 Le famiglie	25
2.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	26
2.5 Il mercato del lavoro	30
2.6 La dinamica dei prezzi	32
2.7 Le banche	34
2.8 Il mercato finanziario	41
2.9 La finanza pubblica	43
2.10 Le prospettive	46
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	53

INDICE DEI RIQUADRI

Le aspettative di inflazione nell'area dell'euro e le misure di politica monetaria	12
Gli effetti del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema	14
Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita	22
Gli investimenti in titoli pubblici italiani nel 2015	27
Il recente andamento del credito alle imprese per settore di attività economica	35
L'offerta e la domanda di credito	38
Le ipotesi tecniche	47

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia; per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
 - il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
 - .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
 - :: i dati sono statisticamente non significativi;
 - () i dati sono provvisori.
-

LA SINTESI

Le prospettive globali restano esposte a rischi

Le prospettive sono in miglioramento nei paesi avanzati, ma la debolezza delle economie emergenti frena l'espansione degli scambi globali – che continua a deludere le attese – e contribuisce a comprimere i prezzi delle materie prime. I corsi petroliferi sono scesi sotto i livelli minimi raggiunti nella fase più acuta della crisi del 2008-09. Le proiezioni dell'attività mondiale prefigurano per l'anno in corso e per il prossimo una modesta accelerazione rispetto al 2015; all'inizio del 2016 sono tuttavia emerse nuove e significative tensioni sul mercato finanziario in Cina, accompagnate da timori sulla crescita dell'economia del paese.

Il rialzo dei tassi negli Stati Uniti è stato però avviato senza conseguenze sfavorevoli

Il rialzo in dicembre del tasso sui federal funds da parte della Riserva federale, motivato dal significativo miglioramento del mercato del lavoro, segna negli Stati Uniti la fine della politica di tassi di interesse nulli adottata dal 2008. Contrariamente a quanto temuto da alcuni osservatori, la decisione non ha avuto ripercussioni sfavorevoli sui mercati finanziari e valutari globali, grazie a un'attenta comunicazione e all'annuncio che le condizioni monetarie rimarranno comunque accomodanti.

Nell'area dell'euro il Consiglio direttivo della BCE ha rafforzato lo stimolo monetario

Nell'area dell'euro la crescita prosegue ma resta fragile. Il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema si sta dimostrando efficace nel sostenere l'attività economica nel suo complesso, con effetti finora in linea con le valutazioni iniziali. Tuttavia l'indebolimento della domanda estera e la discesa dei corsi petroliferi hanno contribuito all'insorgere di nuovi rischi al ribasso per l'inflazione e la crescita, che sono diventati più evidenti negli ultimi mesi. Il Consiglio direttivo della BCE

in dicembre ha introdotto ulteriori misure espansive e ampliato il programma di acquisto di titoli; è pronto, se necessario, a intervenire ancora.

In Italia la domanda interna è in graduale ripresa...

In Italia la ripresa prosegue gradualmente. Alla spinta delle esportazioni, che dopo aver sostenuto l'attività negli ultimi quattro anni risentono della debolezza dei mercati extraeuropei, si sta progressivamente sostituendo quella della domanda interna, in particolare per consumi e ricostituzione delle scorte. Al recupero del ciclo manifatturiero si affiancano segnali di espansione nei servizi e, dopo un calo prolungato, di stabilizzazione nelle costruzioni. Le prospettive degli investimenti risentono però dell'incertezza riguardo alla domanda estera. Nel quarto trimestre il PIL dovrebbe essere aumentato in misura analoga a quella del terzo (quando era cresciuto dello 0,2 per cento).

...anche grazie a sviluppi positivi del mercato del lavoro

Nei mesi estivi il numero di occupati ha continuato a crescere, soprattutto tra i giovani e nei servizi; è proseguita la ricomposizione delle assunzioni verso forme contrattuali stabili. Il tasso di disoccupazione è sceso all'11,4 per cento nel bimestre ottobre-novembre, il livello più basso dalla fine del 2012, anche per effetto della riduzione della disoccupazione giovanile, che rimane tuttavia su livelli storicamente elevati. Le attese delle imprese riferite al quadro occupazionale sono cautamente ottimiste.

L'inflazione rimane molto bassa

L'inflazione è scesa in dicembre allo 0,1 per cento sui dodici mesi. Le aspettative di famiglie e imprese prefigurano nei prossimi mesi un modesto recupero della crescita dei prezzi, che rimarrebbe però su livelli contenuti. L'in-

flazione risente del nuovo calo delle quotazioni dei beni energetici, ma anche del persistere di ampi margini di sottoutilizzo della capacità produttiva, che contribuiscono a mantenere la dinamica di fondo dei prezzi su valori minimi.

Proseguono gli acquisti di titoli da parte degli investitori esteri

Nell'ambito del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, alla fine dello scorso dicembre erano stati effettuati acquisti di obbligazioni pubbliche italiane per un ammontare pari a circa 79 miliardi di euro (di cui 73 da parte della Banca d'Italia) e con vita media residua di poco superiore ai nove anni. Gli investitori esteri hanno continuato a manifestare interesse per le attività italiane, aumentando lievemente la quota di titoli pubblici in loro possesso; le famiglie italiane hanno con gradualità riequilibrato i portafogli in favore del risparmio gestito.

Migliorano le condizioni del credito...

La dinamica dei finanziamenti al settore privato si è rafforzata in autunno; i prestiti alle imprese sono cresciuti per la prima volta dopo quasi quattro anni. È proseguito l'allentamento delle condizioni di offerta: il costo medio dei nuovi prestiti alle aziende si colloca su livelli storicamente molto contenuti e il differenziale sul corrispondente tasso medio nell'area dell'euro si è annullato (era pari a circa un punto percentuale alla fine del 2012). Resta tuttavia elevata, pur se in riduzione rispetto ai picchi raggiunti durante la recessione, la dispersione delle condizioni del credito fra settori di attività e per classe dimensionale di impresa.

...e la ripresa ciclica si riflette sulla qualità dei prestiti e sulla redditività delle banche

Grazie al graduale miglioramento dell'attività economica, è proseguita la diminuzione del flusso di nuovi prestiti deteriorati e di nuove sofferenze rispetto ai valori massimi osservati nel 2013. La redditività dei maggiori gruppi bancari è aumentata nei primi nove mesi del 2015 in confronto all'anno precedente; il patrimonio si è rafforzato. Il miglioramento dei bilanci delle banche dovrebbe proseguire nel 2016 per effetto del previsto consolidamento della ripresa ciclica.

La ripresa può rafforzarsi nel prossimo biennio...

Nel complesso, si valuta che il prodotto sarebbe aumentato nel 2015 dello 0,8 per cento (0,7 sulla base dei conti trimestrali, che sono corretti per il numero di giorni lavorativi); potrebbe crescere attorno all'1,5 per cento nel 2016 e nel 2017. L'inflazione salirebbe progressivamente allo 0,3 quest'anno e all'1,2 il prossimo. Gli investimenti, caratterizzati finora da una dinamica modesta, potrebbero beneficiare di prospettive di domanda e condizioni di finanziamento più favorevoli e degli effetti delle misure di stimolo introdotte dalla legge di stabilità. All'espansione dei consumi contribuirebbe la ripresa del reddito disponibile, sostenuto anche dal rafforzamento del mercato del lavoro.

...ma è determinante il sostegno delle politiche economiche...

Queste proiezioni sono complessivamente in linea con quelle di luglio, ma si è modificato il contributo dei diversi fattori: a un minore impulso proveniente dagli scambi con l'estero, indotto dal rallentamento delle economie emergenti, si dovrebbe sostituire un maggiore contributo della domanda interna e di quella proveniente dall'area dell'euro, sostenute dalle politiche economiche (quali il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema e le misure disposte dal Governo) e dal miglioramento delle condizioni del credito.

...ed emergono rischi al ribasso che è necessario contrastare

Restano rischi significativi, tra i quali sono molto rilevanti quelli associati al contesto internazionale, tornati in evidenza nelle ultime settimane: in particolare la possibilità di un rallentamento delle economie emergenti che potrebbe rivelarsi più marcato e duraturo di quanto finora ipotizzato e avere forti ripercussioni sui mercati finanziari e valutari. La politica monetaria deve al contempo fronteggiare con decisione i rischi al ribasso per l'inflazione, che potrebbero derivare sia da una crescita della domanda inferiore alle attese, qualora i margini di capacità produttiva inutilizzata restassero sugli attuali ampi livelli per un periodo prolungato, sia da ulteriori flessioni delle quotazioni delle materie prime, ove queste innescassero effetti di retroazione sulla

dinamica dei salari. Presupposto per la realizzazione dello scenario qui delineato è che venga mantenuta in Italia e nell'area dell'euro la fiducia

di famiglie, imprese e operatori finanziari e che proseguano con determinazione le politiche di sostegno ciclico.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Le prospettive sono in lieve miglioramento nei paesi avanzati, rimangono invece incerte ed esposte a rischi in Cina e nelle altre economie emergenti. Le proiezioni della crescita mondiale prevedono nell'anno in corso e nel prossimo una modesta accelerazione rispetto al 2015, ma sono state riviste nuovamente al ribasso. I corsi delle materie prime sono scesi sotto i livelli minimi raggiunti durante la crisi del 2008-09. L'avvio in dicembre del rialzo dei tassi da parte della Riserva federale è avvenuto senza ripercussioni sfavorevoli.

Nelle economie avanzate l'attività si espande...

Nei principali paesi avanzati non appartenenti all'area dell'euro l'attività economica nel terzo trimestre si è

irrobustita in misura superiore alle attese negli Stati Uniti (2,0 per cento in ragione d'anno) e in Giappone (1,0 per cento), a un ritmo leggermente inferiore al previsto nel Regno Unito (1,8 per cento). Gli indicatori più recenti suggeriscono che la fase espansiva sarebbe proseguita nel quarto trimestre, nonostante alcuni segnali di rallentamento dell'attività manifatturiera negli Stati Uniti (fig. 1).

...ma resta debole nei paesi emergenti

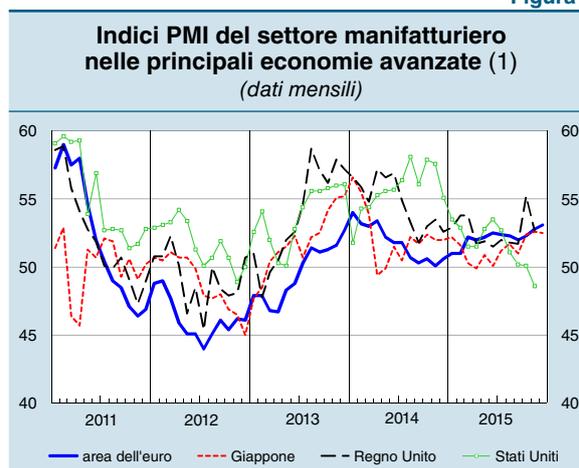
Nelle principali economie emergenti il quadro congiunturale rimane complessivamente debole, con andamenti assai differenziati tra paesi: all'acuirsi della recessione in Brasile

si contrappone l'evoluzione positiva della situazione economica in India e l'attenuarsi della caduta del prodotto in Russia. In Cina all'inizio dell'anno l'andamento deludente degli indici PMI del settore manifatturiero ha contribuito a riaccendere i timori, già emersi la scorsa estate, di un più accentuato rallentamento dell'economia nei prossimi mesi. Le recenti dinamiche delle componenti della domanda e dell'offerta confermano il proseguimento del processo di ribilanciamento dell'economia a favore dei consumi e dei servizi; la decelerazione degli investimenti si riflette in un debole andamento delle importazioni. Le informazioni congiunturali disponibili indicano che nel quarto trimestre l'espansione del prodotto cinese avrebbe mantenuto un ritmo analogo a quello dei tre mesi precedenti (6,9 per cento sul periodo corrispondente), con il supporto di politiche espansive messe in atto dalle autorità.

La crescita potrebbe rafforzarsi lievemente nel 2016 e nel 2017...

Le previsioni dell'OCSE diffuse lo scorso novembre prefigurano una graduale accelerazione dell'attività economica mondiale nell'anno in corso e nel prossimo. Rispetto alle precedenti previsioni le proiezioni di crescita per il 2016 sono state però riviste al ribasso, soprattutto per Giappone, Russia e Brasile (tav. 1).

Figura 1



Fonte: Markit e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti (PMI) e relativi all'attività economica nel settore manifatturiero.

...ma la dinamica del commercio mondiale rimane modesta

Il commercio mondiale è tornato a salire nel terzo trimestre del 2015, sebbene nelle economie emergenti il recupero degli scambi – che avevano segnato una forte caduta nella prima metà dell'anno – sia stato inferiore alle attese; nel complesso dei primi nove mesi la crescita si è attestata ad appena l'1,2 per cento rispetto allo stesso periodo del 2014. La ripresa degli scambi sarebbe proseguita, sebbene a un ritmo più modesto, nel quarto trimestre: in novembre le stime dell'OCSE collocavano l'aumento del commercio internazionale al 2,0 per cento nel 2015 (la metà di quanto stimato in giugno) e al 3,6 nel 2016.

I corsi petroliferi tornano a indebolirsi...

In dicembre i corsi petroliferi sono tornati a indebolirsi; alla fine della prima decade di gennaio sono scesi sotto i valori minimi dal 2008, collocandosi attorno ai 32 dollari al barile (fig. 2). Tale andamento ha risentito della decisione dell'OPEC di abbandonare la strategia, seguita dal 1992, di fissare un obiettivo concordato di produzione; l'organizzazione dei paesi esportatori di petrolio ha così manifestato la volontà di non frenare la caduta dei prezzi in un contesto in cui è atteso anche un graduale aumento dell'offerta da parte dell'Iran dopo la revoca delle sanzioni internazionali. I contratti futures indicano aspettative di rincari molto limitati nei prossimi mesi. Anche i prezzi delle materie prime non energetiche hanno continuato a scendere.

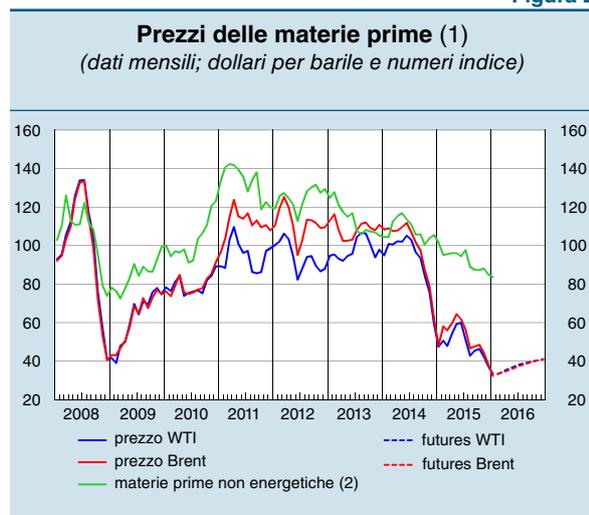
Tavola 1

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2015	Previsioni novembre 2015		Revisioni nov. 2015 su sett. 2015	
		2016	2017	2015	2016
PIL					
Mondo	2,9	3,3	3,6	-0,1	-0,3
Paesi avanzati					
di cui: area dell'euro	1,5	1,8	1,9	-0,1	-0,1
Giappone	0,6	1,0	0,5	0,0	-0,2
Regno Unito	2,4	2,4	2,3	0,0	0,1
Stati Uniti	2,4	2,5	2,4	0,0	-0,1
Paesi emergenti					
di cui: Brasile	-3,1	-1,2	1,8	-0,3	-0,5
Cina	6,8	6,5	6,2	0,1	0,0
India (1)	7,2	7,3	7,4	0,0	0,0
Russia (2)	-4,0	-0,4	1,7	-0,9	-1,2
Commercio mondiale (2) (3)	2,0	3,6	4,8	-1,9	-1,7

Fonte: OCSE, *OECD Economic Outlook*, 98, novembre 2015.

(1) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile. – (2) Per i dati sulla Russia e sul commercio mondiale le revisioni sono calcolate rispetto all'*OECD Economic Outlook* di giugno 2015. – (3) Beni e servizi.

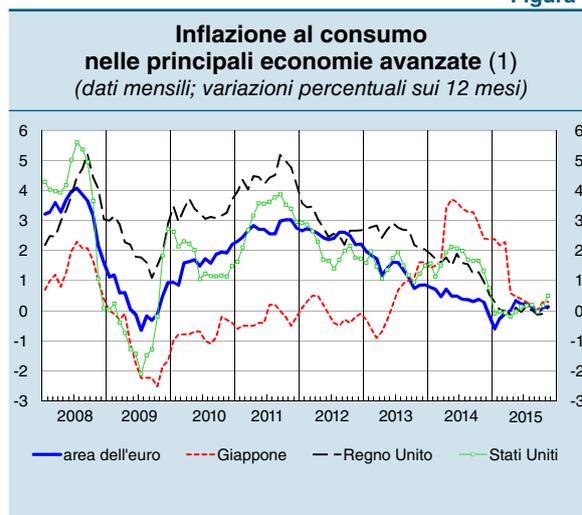
Figura 2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili fino a dicembre 2015; l'ultimo dato si riferisce all'8 gennaio. – (2) Indice Goldman Sachs delle materie prime non energetiche (gennaio 2010=100).

Figura 3



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

...e l'inflazione al consumo resta bassa

L'inflazione al consumo si mantiene su valori molto bassi in tutti i principali paesi avanzati (fig. 3). In novembre la crescita del deflatore dei consumi negli Stati Uniti si è attestata allo 0,5 per cento (1,3 al netto dei prodotti energetici e alimentari). La dinamica dei prezzi è stata pari allo 0,3 per cento in Giappone ed è tornata appena positiva nel Regno Unito (0,1 per cento). Con riferimento ai principali paesi emergenti l'inflazione rimane contenuta in Cina (1,5 per cento in novembre); resta coerente con l'obiettivo della Banca centrale in India (5,4 per cento); si mantiene elevata in Russia (15 per cento); cresce ulteriormente in Brasile (10,5 per cento).

Il rialzo dei tassi ufficiali della Fed ha avuto un impatto contenuto

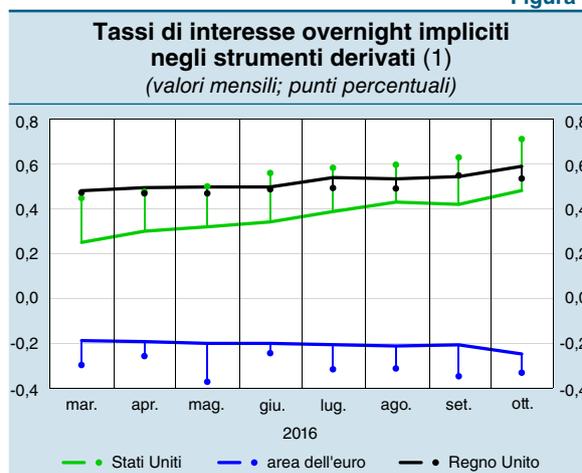
era stata adottata nel dicembre del 2008. La decisione del FOMC, ampiamente attesa sin dalla fine di ottobre, ha avuto un impatto contenuto sui mercati finanziari e valutari internazionali. Il rialzo dei tassi di riferimento è stato motivato principalmente dal significativo miglioramento dell'occupazione; il FOMC ha inoltre sottolineato che le condizioni monetarie rimangono comunque accomodanti e continueranno a favorire il rafforzamento del mercato del lavoro e il ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo di medio termine. Il Comitato prefigura un graduale aumento dei tassi ufficiali che, secondo il giudizio mediano dei suoi membri, salirebbero di un punto percentuale nel corso del 2016, contro un aumento dei tassi attesi impliciti nelle quotazioni di mercato, che potrebbero riflettere anche premi per il rischio, pari a circa 50 punti base (fig. 4).

Nelle altre economie le politiche monetarie si mantengono espansive

Tra le altre principali economie avanzate, le Banche centrali di Giappone e Regno Unito non hanno modificato i rispettivi orientamenti, che rimangono fortemente espansivi; nel Regno Unito, in particolare, gli operatori di mercato non si attendono rialzi dei tassi ufficiali almeno fino a giugno di quest'anno. Tra le economie emergenti, la politica monetaria è divenuta più espansiva in Cina, dove la Banca centrale ha nuovamente ridotto sia il coefficiente di riserva obbligatoria, sia i tassi di riferimento sui depositi e sui prestiti bancari e ha immesso liquidità con operazioni di pronti contro termine a breve scadenza, anche per controbilanciare gli interventi a sostegno del tasso di cambio. Negli altri paesi emergenti i tassi di riferimento sono rimasti invariati.

Nella riunione tenutasi il 15 e il 16 dicembre il Federal Open Market Committee (FOMC) della Riserva federale ha stabilito di alzare di 25 punti base l'intervallo obiettivo del tasso sui federal funds (allo 0,25-0,50 per cento), avviando così la fase di normalizzazione della politica monetaria. Tale aumento – il primo dal 2006 – segna l'uscita dalla politica di tassi nulli che

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream. (1) Tasso di interesse atteso implicito nelle quotazioni degli overnight indexed swap (OIS). La linea continua indica i tassi previsti il 16 ottobre 2015, i punti segnalano quelli previsti l'8 gennaio 2016.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro la crescita prosegue, ma resta fragile: il rapido affievolirsi della spinta delle esportazioni è stato finora gradualmente compensato dal contributo positivo proveniente dalla domanda interna; tuttavia rischi per l'attività economica derivano dall'incertezza sull'evoluzione dell'economia mondiale e sulla situazione geopolitica. L'inflazione resta molto bassa, anche per effetto del calo dei corsi petroliferi.

Il Consiglio direttivo della BCE ha rafforzato lo stimolo monetario ed è pronto, qualora necessario, a intensificare il ricorso a tutti gli strumenti a propria disposizione.

La crescita è proseguita nei mesi estivi...

Nel terzo trimestre del 2015 il PIL dell'area è aumentato dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente, sospinto dalla domanda interna. Il maggiore impulso proveniente dalla spesa delle famiglie e l'apporto positivo della variazione delle scorte hanno più che compensato l'affievolirsi degli investimenti. L'interscambio con l'estero ha sottratto 0,3 punti percentuali alla crescita del prodotto, riflettendo il deciso rallentamento delle esportazioni a fronte di un nuovo rialzo delle importazioni. Il PIL è cresciuto dello 0,3 per cento in Germania e in Francia e dello 0,2 in Italia (fig. 5).

...e nel quarto trimestre

Sulla base delle informazioni più recenti, l'attività economica nell'area avrebbe continuato a espandersi in autunno, a ritmi analoghi a quelli del periodo precedente, con andamenti pressoché omogenei tra i maggiori paesi. In dicembre l'indicatore €-coin elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area, è aumentato, toccando il livello più alto dal luglio 2011 (fig. 6). La fiducia delle imprese e delle famiglie, sostenuta dai segnali favorevoli sull'occupazione, indica una prosecuzione della ripresa. Gli attentati di Parigi dello scorso novembre sembrano aver finora avuto effetti contenuti sul clima di fiducia di famiglie e imprese nel complesso dell'area; in Francia sono emerse tuttavia preoccupazioni per le possibili ricadute sul settore dei servizi, principalmente quelli destinati al turismo, alla ristorazione e alle attività ricreative.

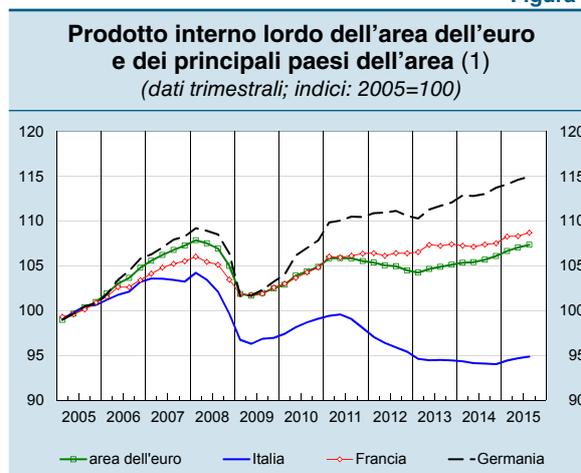
I rischi sono connessi con i mercati emergenti e le tensioni geopolitiche

Sulle prospettive di crescita dell'area gravano rischi al ribasso legati alla perdurante incertezza circa le condizioni della domanda in importanti mercati di sbocco, in particolare nei paesi emergenti. Inoltre l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, soprattutto in Medio Oriente, potrebbe ripercuotersi negativamente sul clima di fiducia e contribuire a frenare la ripresa dei consumi e l'attività a livello globale. Questi fattori potrebbero ostacolare il rilancio dell'accumulazione di capitale produttivo, che nell'estate ha rallentato dopo il prolungato rialzo dalla metà del 2014.

Il quadro inflazionistico rimane debole...

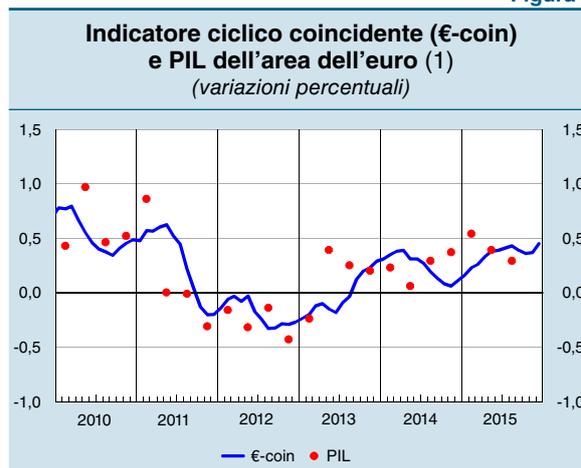
Sulla base dei dati preliminari, in dicembre l'inflazione si è attestata allo 0,2 per cento, al di sotto delle attese; anche al netto delle componenti più volatili è rimasta invariata allo 0,9 per cento (fig. 7). La debolezza dell'indice complessivo

Figura 5



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.
(1) A prezzi concatenati.

Figura 6



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito internet: <https://www.bancaitalia.it/media/notizia/indicatore-coin-dicembre-2015>. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

Figura 7

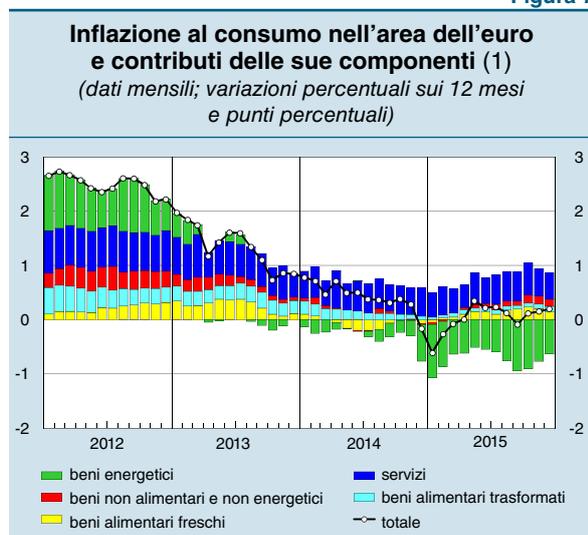
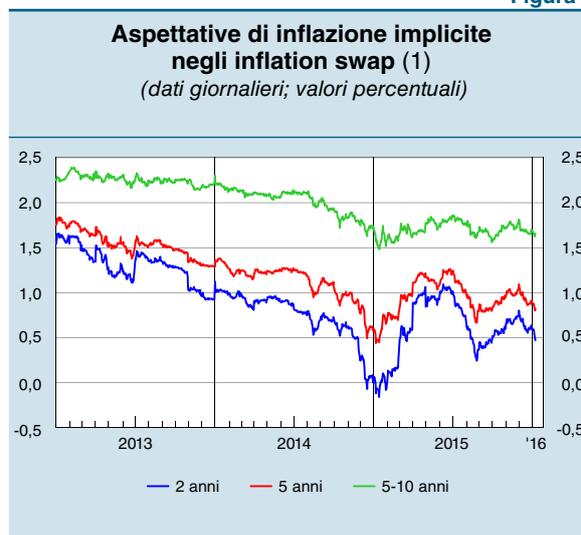


Figura 8



dei prezzi continua a risentire della dinamica negativa della componente energetica (-5,9 per cento in dicembre). In novembre è aumentata la quota di voci elementari che hanno registrato una variazione negativa dei prezzi (al 24 per cento, dal 20 in ottobre); tra le componenti di fondo, il calo dei prezzi ha interessato il 31 per cento dei beni e solo l'8 per cento dei servizi. Nelle proiezioni degli esperti della BCE diffuse in dicembre, l'inflazione salirebbe nel 2016 all'1,0 per cento (da valori nulli nel 2015), come nelle attese degli analisti censiti da Consensus Economics.

...anche se migliorano le aspettative a lungo termine

In autunno le aspettative di inflazione a breve e a medio termine desunte dai rendimenti degli inflation swap sono state volatili, pur mantenendosi pressoché invariate nel complesso del periodo (fig. 8); quelle tra cinque e dieci anni sono aumentate di un decimo, all'1,7 per cento, sostenute dall'annuncio da

parte della BCE dell'ampliamento delle misure espansive e dalle successive decisioni assunte all'inizio di dicembre (cfr. il riquadro: *Le aspettative di inflazione nell'area dell'euro e le misure di politica monetaria*).

LE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO E LE MISURE DI POLITICA MONETARIA

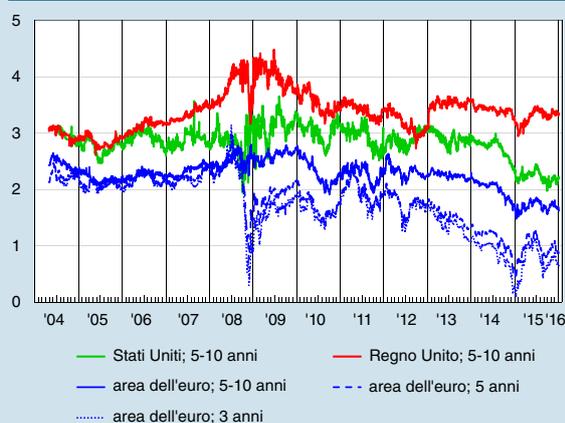
Le decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE nel corso del 2015 hanno perseguito l'obiettivo di contrastare il rischio che persistenti pressioni al ribasso sui prezzi, innescate anche dal calo dei corsi delle materie prime, avessero effetti sulle aspettative di inflazione a più lungo termine, accentuando i rischi deflazionistici.

La debolezza delle aspettative di inflazione è un fenomeno globale: anche negli Stati Uniti e nel Regno Unito si sono osservati negli ultimi anni ampi ribassi delle attese a lungo termine (a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni in avanti, implicite nei contratti di inflation swap; figura A); dalla fine del 2014 tuttavia il rischio di una loro prolungata caduta al di sotto del livello coerente con la definizione di stabilità dei prezzi è aumentato soprattutto nell'area dell'euro, verosimilmente anche a seguito dell'elevata e persistente debolezza dell'attività economica.

Figura A

Aspettative di inflazione implicite negli inflation swap (1)

(dati giornalieri; valori percentuali)



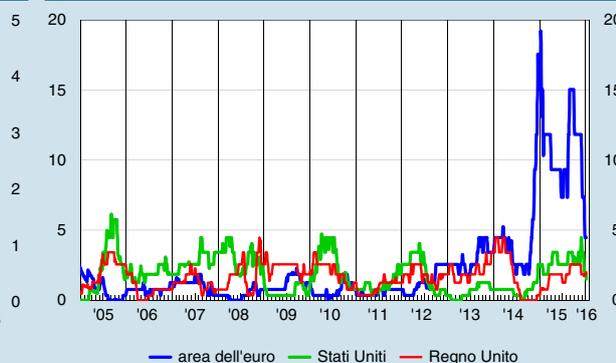
Fonte: Bloomberg.

(1) Tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di inflation swap con durata a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro. Per l'area dell'euro sono riportati anche i tassi di inflazione attesi impliciti nei contratti di inflation swap sugli orizzonti a 3 e 5 anni.

Figura B

Comovimento delle aspettative di inflazione a breve e a lungo termine (1)

(dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Cfr. la nota di questo riquadro.

Una misura di tale rischio può essere estrapolata dalla probabilità che shock che influenzino le aspettative a breve termine, come ad esempio aggiustamenti nei prezzi relativi, si trasmettano alle attese a più lungo termine. La figura B mostra una stima di questa misura (1), che era aumentata nell'area dell'euro prima degli interventi di politica monetaria; si è poi notevolmente ridotta, pur se con un andamento ancora volatile.

L'indicatore per l'area dell'euro è aumentato dall'ottobre 2014 sino alla metà del gennaio 2015, alla vigilia dell'estensione ai titoli pubblici del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema (Asset Purchase Programme, APP). Nello stesso periodo non si erano invece osservati aumenti negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

L'avvio dell'APP ha comportato una significativa riduzione dell'indicatore che, pur senza tornare sui valori precedenti, si è più che dimezzato tra gennaio e maggio. Un temporaneo aumento si è verificato lo scorso agosto, in concomitanza con il peggioramento delle prospettive per i prezzi indotto da fattori globali – quali la revisione al ribasso delle prospettive di crescita delle economie emergenti e la debolezza dei corsi petroliferi – e da un apprezzamento dell'euro. L'aumento è però rientrato con l'annuncio in ottobre da parte del Consiglio direttivo della BCE di un possibile rafforzamento dell'orientamento espansivo della politica monetaria e, all'inizio dello scorso dicembre, con l'effettiva adozione di nuove misure monetarie.

(1) L'indicatore è basato sulla probabilità di comovimento delle aspettative di inflazione a lungo termine e di quelle a breve. Tale misura (calcolata tecnicamente come odds ratio su una finestra mobile di 250 giorni lavorativi) varia tra zero e infinito: un aumento segnala l'intensificarsi del legame tra forti ribassi delle attese a breve termine e di quelle a lungo; bassi valori suggeriscono un più forte ancoraggio delle aspettative a lungo termine. Per dettagli sulla costruzione dell'indicatore cfr. F. Natoli e L. Sigalotti, *An indicator of inflation expectations anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Il Consiglio direttivo della BCE ha rafforzato lo stimolo monetario

Il programma di acquisto di titoli si sta dimostrando efficace nel sostenere l'attività economica nell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *Gli effetti del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*), ma le condizioni globali stanno rallentando il ritorno dell'inflazione su livelli in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Nella riunione del 3 dicembre scorso il Consiglio direttivo della BCE ha rafforzato lo stimolo monetario con un pacchetto di misure: (a) ha ridotto il tasso sui depositi delle banche presso l'Eurosistema di dieci punti base, a -0,30 per cento; (b) ha esteso di sei mesi la durata del programma di acquisto (almeno fino a marzo del 2017) e ha ampliato la gamma di titoli ammissibili, includendo le obbligazioni emesse da Amministrazioni pubbliche regionali e locali dell'area; (c) ha deciso che il capitale rimborsato alla scadenza dei titoli acquistati nell'ambito del programma verrà reinvestito finché necessario; (d) ha annunciato che le operazioni di rifinanziamento principali e quelle a tre mesi proseguiranno a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi richiesti almeno sino alla fine dell'ultimo periodo di mantenimento del 2017. Il Consiglio direttivo intensificherà il ricorso agli strumenti disponibili nella misura in cui ciò sia necessario ad assicurare il ritorno durevole dell'inflazione su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.

GLI EFFETTI DEL PROGRAMMA DI ACQUISTO DI TITOLI DELL'Eurosistema

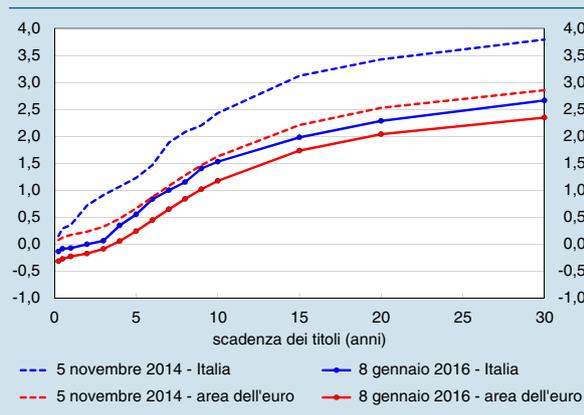
L'estensione del programma di acquisto dell'Eurosistema ai titoli pubblici (Asset Purchase Programme, APP) è stata annunciata dal Consiglio direttivo della BCE nel novembre 2014. Da allora gli effetti di questa misura sulle condizioni finanziarie e sull'economia reale, nell'area dell'euro e in Italia, sono stati rilevanti, sostanzialmente in linea con le valutazioni iniziali. L'insorgere di nuovi rischi al ribasso ha però indicato la necessità di un ampliamento del programma.

Nostre stime (1) avevano ipotizzato che l'APP si sarebbe potuto tradurre in una flessione dei tassi di interesse dei titoli di Stato italiani a lungo termine di 85 punti base e in un deprezzamento del cambio dell'euro pari all'11,4 per cento rispetto al dollaro e al 6,5 per cento in termini effettivi nominali. Tra il mese di novembre del 2014 e l'inizio di gennaio del 2016 i rendimenti dei titoli di Stato sulla scadenza a dieci anni sono diminuiti di circa 40 punti base nell'area e di 90 punti base in Italia (figura A). Nello stesso periodo l'aggiustamento dei portafogli verso attività finanziarie in altre valute si è tradotto in un deprezzamento del tasso di cambio dell'euro del 13 per cento nei confronti del dollaro e del 6 per cento in termini effettivi nominali.

Gli effetti dell'APP si sono progressivamente estesi anche a segmenti di mercato relativi a strumenti non direttamente interessati dagli acquisti, quali le obbligazioni private e le azioni. Nell'ultima indagine sul credito dell'Eurosistema le banche segnalano che il programma ha migliorato le loro condizioni di finanziamento e si aspettano il perdurare di questa tendenza per i prossimi mesi. Da novembre del 2014 gli indici azionari si sono apprezzati del 3 per cento

Figura A

Struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato (punti percentuali)



Fonte: Bloomberg e BCE.

(1) Per l'Italia cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*, in *Bollettino economico*, 2, 2015 e P. Cova e G. Ferrero, *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 270, 2015.

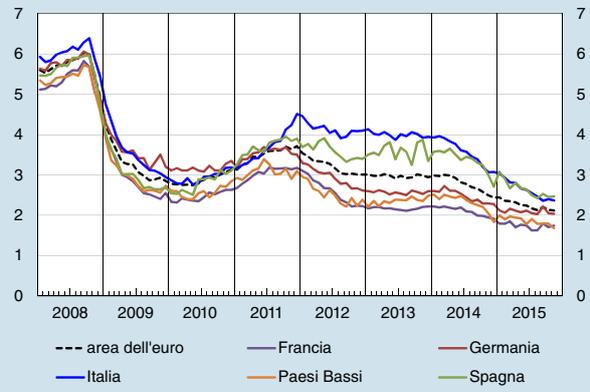
nell'area e del 2 in Italia. Gli investitori hanno orientato il proprio portafoglio dai titoli di Stato verso altre attività finanziarie, contribuendo a trasmettere gli effetti del programma.

Le evidenze disponibili confermano che l'APP, insieme alle altre misure monetarie adottate nel corso del 2014, ha avuto un impatto positivo anche sulle condizioni di offerta di credito. Il costo dei nuovi prestiti bancari a famiglie e imprese nell'area dell'euro si è ridotto, dalla metà del 2014, di 60 e 70 punti base rispettivamente. Il calo è stato maggiore nei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano, concorrendo pertanto alla riduzione della dispersione delle condizioni finanziarie all'interno dell'area (figura B); per le imprese italiane il costo del credito è sceso di 120 punti base.

La trasmissione del miglioramento delle condizioni finanziarie e valutarie agli andamenti dell'attività economica e dei prezzi è proceduta finora complessivamente in linea con le valutazioni formulate all'avvio dell'APP. Per il nostro paese le stime ottenute con il modello econometrico della Banca d'Italia all'inizio dello scorso anno prefiguravano un contributo del programma alla crescita del PIL pari a 0,5 punti percentuali nel 2015 e a 0,8 nel 2016; le stesse stime prefiguravano un impatto sull'inflazione al consumo di 0,5 punti percentuali nel 2015 e di 0,7 nel 2016. La figura C indica che l'andamento del prodotto e dell'inflazione nei primi tre trimestri dello scorso anno è stato coerente con tali valutazioni, ma che l'inflazione si è poi indebolita nel quarto trimestre riflettendo soprattutto l'effetto delle condizioni globali (2). Anche nell'area

Figura B

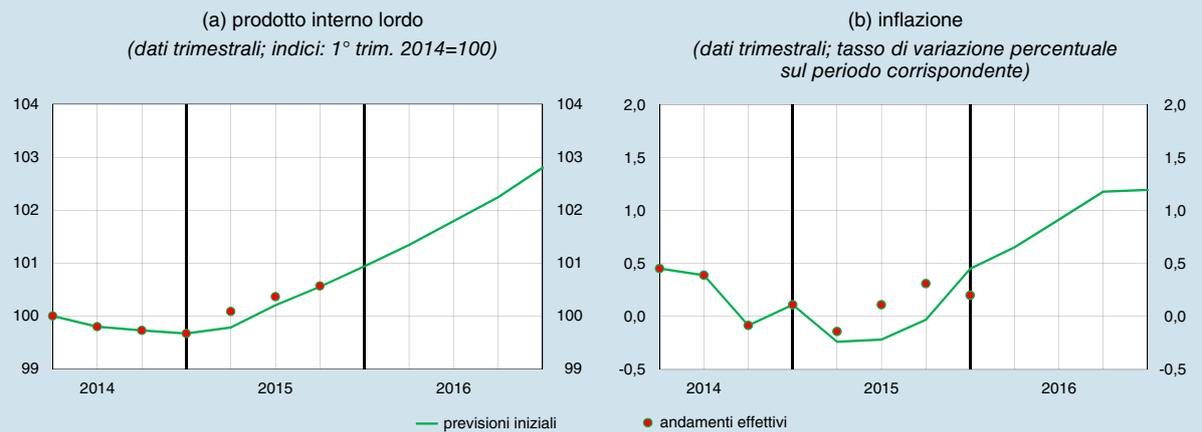
Tassi di interesse sui prestiti alle imprese (1)
(punti percentuali)



Fonte: BCE.
(1) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; sono inclusi i finanziamenti in conto corrente.

Figura C

Effetti dell'APP in Italia: previsioni iniziali e andamenti effettivi



(2) Le proiezioni riportate nella figura C incorporano le stime degli effetti macroeconomici dell'APP contenute nel riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*, in *Bollettino economico*, 2, 2015. L'andamento effettivo dell'inflazione nel quarto trimestre del 2015 incorpora il dato provvisorio per il mese di dicembre.

dell'euro le evidenze disponibili confermano che l'APP sta avendo un impatto positivo sull'attività economica. Sulla base delle valutazioni degli esperti dell'Eurosistema il programma contribuirebbe a sostenere la crescita economica dell'area per quasi un punto percentuale tra il 2015 e il 2017; in assenza del piano di acquisto le previsioni di inflazione per il 2016 nell'area dell'euro sarebbero attualmente inferiori di circa mezzo punto percentuale (3).

In prospettiva tuttavia l'impulso di politica monetaria deve contrastare sia gli effetti dell'indebolimento della domanda estera sia quelli della discesa dei prezzi del petrolio osservati nella seconda metà del 2015; la dinamica del commercio mondiale risulta infatti assai meno favorevole di quanto atteso nei primi mesi dello scorso anno, il contributo negativo all'inflazione proveniente dai prezzi delle materie prime è superiore a quello inizialmente ipotizzato e restano rischi che questi andamenti tornino a ripercuotersi sulle aspettative (cfr. il par. 2.10 e il riquadro: *Le aspettative di inflazione nell'area dell'euro e le misure di politica monetaria*) (4). Per controbilanciare tali dinamiche, nella riunione di inizio dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito di aumentare la dimensione del programma ed è pronto, se necessario, a porre in essere ulteriori interventi.

(3) M. Draghi, *Global and domestic inflation*, discorso tenuto presso l'Economic Club di New York, 4 dicembre 2015.

(4) BCE, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015*, 2015.

La riduzione del tasso sui depositi presso l'Eurosistema si è riflessa in un'analogia variazione del tasso overnight Eonia (a -0,24 per cento) e si è gradualmente trasmessa anche agli altri rendimenti del mercato monetario (fig. 9).

Nell'ambito dell'APP, all'8 gennaio erano stati complessivamente acquistati titoli pubblici, obbligazioni bancarie garantite e asset-backed securities per importi pari, rispettivamente, a 500, 144 e 15 miliardi. Alla fine di dicembre l'Eurosistema aveva acquistato titoli pubblici italiani per un ammontare di circa 79 miliardi (di cui 73 da parte della Banca d'Italia) e con vita media residua di 9,3 anni.

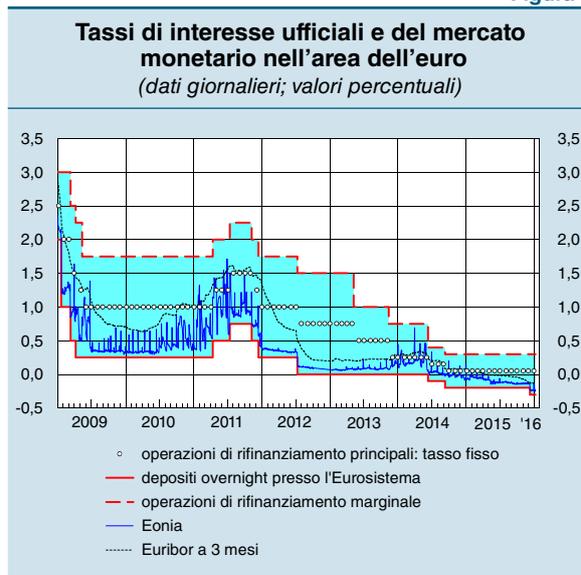
Lo scorso 16 dicembre è stata regolata la sesta operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operation, TLTRO). Vi hanno partecipato 55 intermediari dell'area, che hanno ottenuto fondi per 18,3 miliardi; alle controparti della Banca d'Italia sono stati assegnati 2,7 miliardi. I fondi erogati al sistema bancario dell'area attraverso le TLTRO ammontano complessivamente a 418 miliardi (118 alle banche italiane).

La liquidità detenuta dalle banche presso l'Eurosistema in eccesso rispetto all'obbligo di riserva è aumentata a 660 miliardi, da 517 alla metà di ottobre.

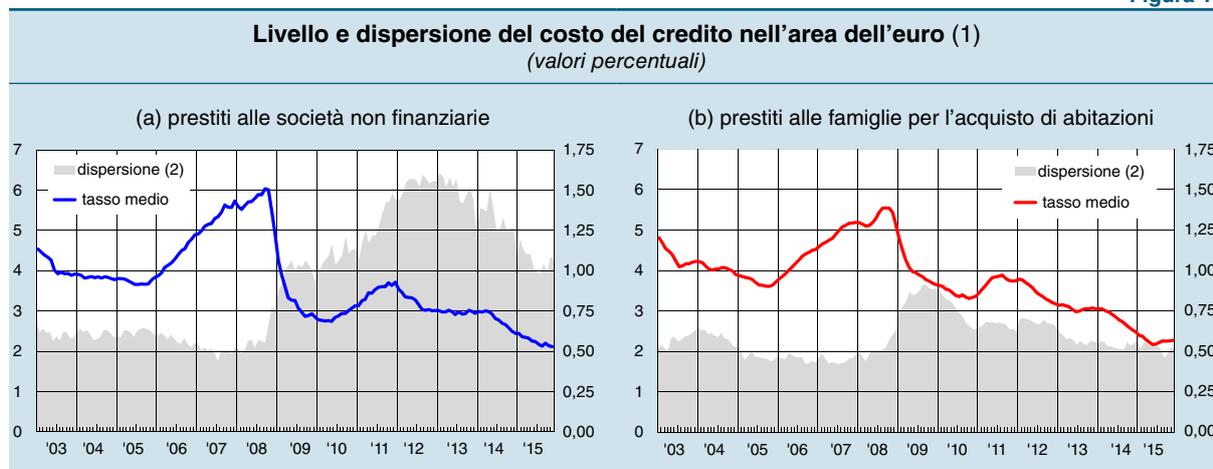
Prosegue l'espansione del credito a famiglie e imprese

L'espansione monetaria si sta trasmettendo al mercato del credito. Nei tre mesi terminanti in novembre i prestiti alle società non finanziarie dell'area hanno registrato un ulteriore incremento (1,8 per cento in ragione d'anno; dati desta-

Figura 9



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.



Fonte: BCE.

(1) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve e a medio-lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. – (2) Deviazione standard del tasso medio per 13 paesi dell'area dell'euro. Scala di destra.

gionalizzati e corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni). La crescita dei finanziamenti alle famiglie è rimasta stabile, all'1,9 per cento. I tassi medi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie erano in novembre su livelli storicamente molto contenuti (2,1 e 2,3 per cento, rispettivamente; fig. 10).

1.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Dall'inizio dello scorso dicembre una nuova fase di incertezza ha influito negativamente sui prezzi delle attività più rischiose, in particolare nei paesi emergenti; in gennaio sono riemerse tensioni sul mercato cinese. L'accentuazione dell'intonazione espansiva delle condizioni monetarie nell'area dell'euro si è tradotta in una riduzione dei premi per il rischio sovrano e in un deprezzamento dell'euro.

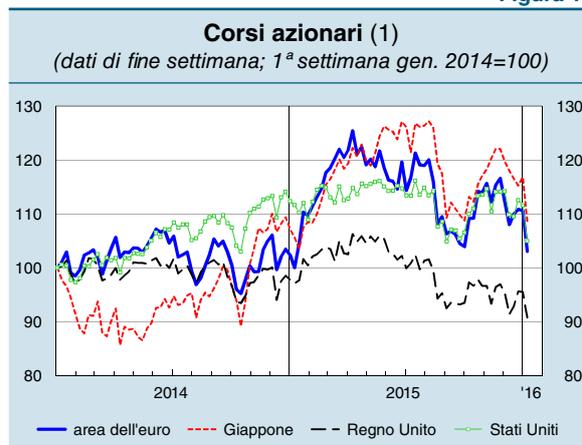
Sono riemerse tensioni sui mercati azionari...

Tra l'inizio di ottobre e la fine di novembre gli indici azionari nei paesi avanzati (fig. 11) e in quelli emergenti avevano recuperato buona parte delle perdite registrate durante l'estate, guadagnando rispettivamente l'8 e il 5 per cento (fig. 12). Dall'inizio di dicembre una nuova fase di incertezza ha determinato un ribasso delle quotazioni delle attività più rischiose, in particolare nei paesi emergenti; in questi ultimi sono ripresi i deflussi di capitale e gli indici azionari sono ridiscesi al di sotto dei livelli osservati alla fine di settembre.

...in particolare in Cina

In gennaio sono riemerse forti tensioni sul mercato cinese innescate da dati macroeconomici meno favorevoli delle attese e dall'intensificarsi delle pressioni al deprezzamento del cambio e dell'incertezza sul suo futuro anda-

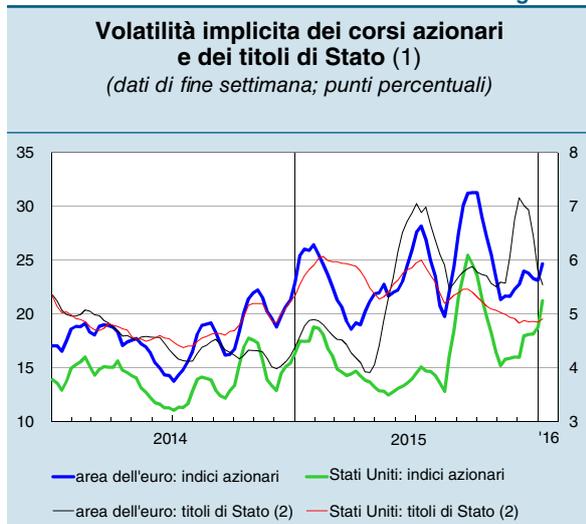
Figura 11



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

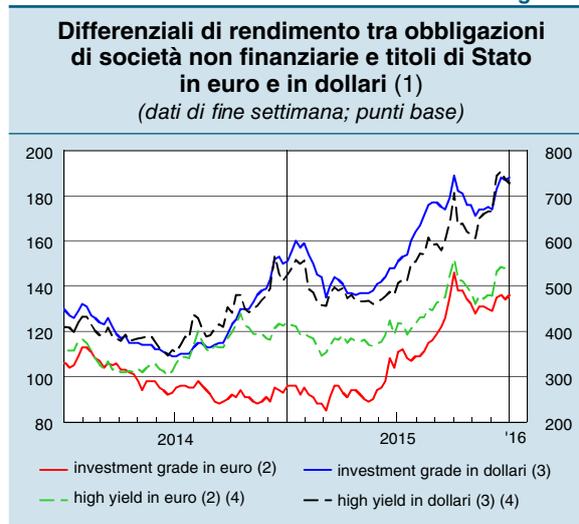
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 12



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Medie mobili a 5 giorni. Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. – (2) Scala di destra.

Figura 13



Fonte: Merrill Lynch.
(1) Le obbligazioni investment grade sono quelle emesse da imprese con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o Baa3); le obbligazioni high yield sono quelle emesse da imprese con rating inferiore a BBB- o Baa3. – (2) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (3) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. – (4) Scala di destra.

mento: nella prima decade del mese le quotazioni sono scese più del 10 per cento; il renminbi si è deprezzato dell'1,5 per cento nei confronti del dollaro. Le autorità cinesi sono intervenute a più riprese a sostegno dei mercati, con operazioni di iniezione di liquidità e interruzioni automatiche degli scambi. Perdite assai significative si sono registrate anche sulle piazze finanziarie dei paesi avanzati e delle altre economie emergenti.

Le tensioni si sono riflesse anche sui premi per il rischio privato

I premi per il rischio sulle obbligazioni di emittenti non finanziari privati sono tornati a salire in dicembre, particolarmente nel segmento denominato in dollari (fig. 13) su cui ha pesato il

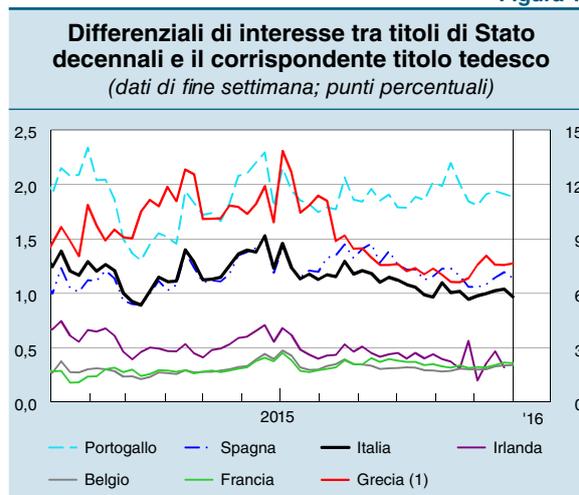
peggioramento delle condizioni finanziarie delle società petrolifere, riconducibile al calo del prezzo del greggio. I premi per il rischio di credito delle banche desumibili dai credit default swap a cinque anni sono invece scesi sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Gli spread sovrani nell'area dell'euro si sono ulteriormente ridotti

Il rafforzamento del piano di acquisto di titoli pubblici da parte della BCE ha avuto effetti favorevoli sugli spread sovrani dell'area dell'euro

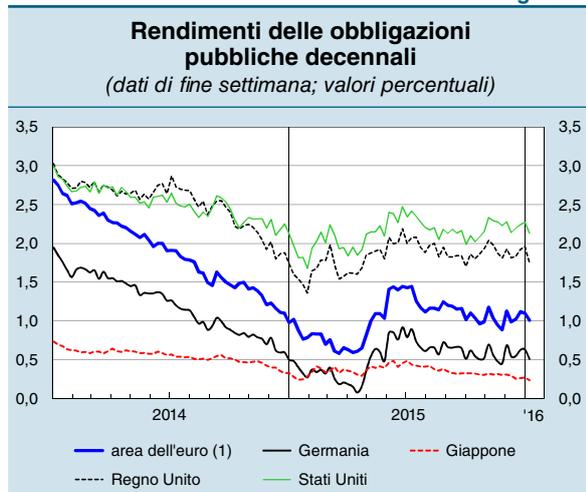
(fig. 14). Dall'inizio di ottobre, quando hanno cominciato a consolidarsi le attese di un ampliamento del piano, i differenziali di rendimento rispetto

Figura 14



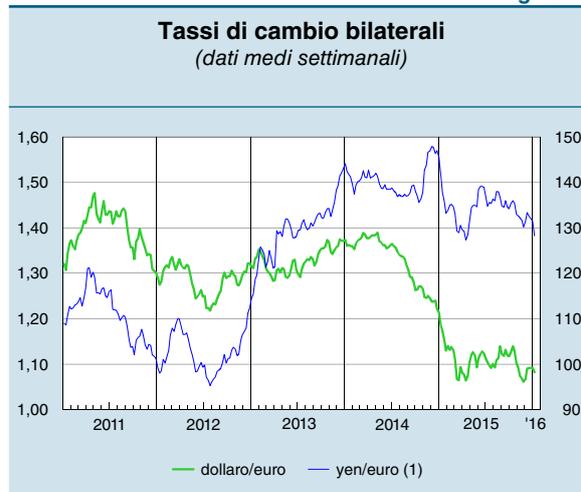
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Scala di destra.

Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Rendimenti medi dei titoli di Stato benchmark decennali dei paesi dell'area dell'euro, ponderati con il PIL a prezzi concatenati del 2010; il dato esclude Cipro, Estonia, Grecia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 16



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

alla Germania dei titoli di Stato decennali hanno registrato cali in Italia, Spagna e Irlanda; sono rimasti pressoché stabili altrove.

Il rialzo dei tassi della Fed ha avuto ripercussioni limitate sui mercati

L'avvio del rialzo dei tassi della Riserva federale, deciso nella riunione del 15 e 16 dicembre, ha avuto effetti complessivamente contenuti sui rendimenti a lungo termine. In previsione della manovra i rendimenti dei titoli di Stato decennali degli Stati Uniti sono saliti di circa 25 punti base tra la metà di ottobre e la metà di dicembre; dopo l'annuncio si sono ridotti marginalmente. Non si sono

verificati, grazie alla gradualità della manovra e alla sua preventiva comunicazione, rilevanti fenomeni di contagio temuti da alcuni osservatori: i rendimenti a lungo termine negli altri paesi avanzati e in quelli emergenti sono rimasti stabili (fig. 15).

L'euro si è deprezzato

L'accentuazione dell'intonazione espansiva della politica monetaria da parte della BCE e l'avvio del rialzo dei tassi negli Stati Uniti si sono riflessi sul cambio dell'euro, che dalla metà di ottobre si è deprezzato di circa il 4 per cento nei confronti del dollaro e del 3 nei confronti dello yen (fig. 16). Dall'avvio dei lavori preparatori del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema (6 novembre 2014), l'euro si è deprezzato del 13 per cento rispetto al dollaro e del 6 in termini effettivi nominali.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

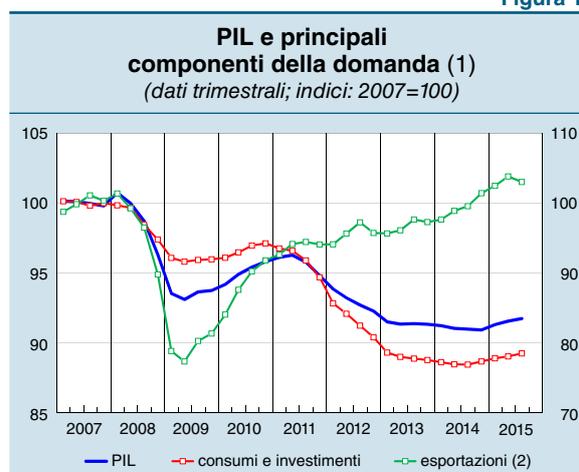
In Italia la ripresa prosegue con gradualità. Si indebolisce la spinta delle esportazioni che, dopo aver sostenuto l'attività negli ultimi quattro anni, sono ora frenate, come nel resto dell'area dell'euro, dal calo della domanda dei paesi extraeuropei. Alle esportazioni si sta gradualmente sostituendo la domanda interna, in particolare i consumi e la ricostituzione delle scorte. Alle favorevoli condizioni cicliche nella manifattura si affiancano segnali di espansione nei servizi e, dopo una prolungata recessione, di stabilizzazione nelle costruzioni. Restano però ancora incerte le prospettive degli investimenti.

L'espansione dell'attività è stata sostenuta nei mesi estivi dai consumi delle famiglie

Nel terzo trimestre il PIL è aumentato dello 0,2 per cento in termini congiunturali, appena al di sotto delle attese (fig. 17; tav. 2). L'interscambio con l'estero ha sottratto quattro decimi

di punto percentuale alla crescita del PIL, prevalentemente per il calo delle esportazioni (-0,8 per cento), che hanno risentito, analogamente agli altri maggiori paesi dell'area, del rallentamento delle principali economie emergenti. L'incremento dei consumi delle famiglie (0,4 per cento, come nel trimestre precedente) e quello delle scorte (che ha fornito un contributo di tre decimi di punto percentuale alla crescita del prodotto) hanno più che compensato la diminuzione degli investimenti (-0,4 per cento), concentrata nella spesa per impianti e macchinari e per beni immateriali. Gli investimenti in beni strumentali sono comunque cresciuti del 4,1 per cento rispetto a un anno prima. Dal lato dell'offerta il valore aggiunto è aumentato in quasi tutti i principali settori di attività; si è stabilizzato nelle costruzioni, dopo la prolungata fase di recessione.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Scala di destra.

Tavola 2

PIL e principali componenti (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2014		2015		
	4° trim.	(2)	1° trim.	2° trim.	3° trim.
PIL	-0,1	-0,4	0,4	0,3	0,2
Importazioni totali	0,4	2,9	2,5	1,6	0,5
Domanda nazionale (3)	-0,5	-0,6	0,8	0,3	0,6
Consumi nazionali	0,3	0,1	0,1	0,2	0,4
spesa delle famiglie (4)	0,2	0,4	0,1	0,4	0,4
altre spese (5)	0,5	-0,7	..	-0,4	0,3
Investimenti fissi lordi	0,1	-3,5	1,2	-0,1	-0,4
costruzioni	-0,4	-5,0	0,6	-0,5	..
altri beni	0,7	-1,9	1,9	0,3	-0,7
Variatz. delle scorte (6) (7)	-0,7	-0,1	0,5	0,2	0,3
Esportazioni totali	1,9	3,1	1,0	1,3	-0,8
Esportazioni nette (7)	0,4	0,1	-0,4	..	-0,4

Fonte: Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Dati non corretti per il numero di giornate lavorative. – (3) Include la variazione delle scorte e oggetti di valore. – (4) Include anche le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Spesa delle Amministrazioni pubbliche. – (6) Include gli oggetti di valore. – (7) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

La ripresa sarebbe continuata nel quarto trimestre

Sulla base delle informazioni finora disponibili, nel quarto trimestre il PIL avrebbe registrato un nuovo incremento congiunturale, stimabile a 0,2 per cento, come nel terzo. Al contributo lievemente positivo proveniente dalla manifattura si sarebbe affiancato il consolidamento della ripresa nel comparto dei servizi, insieme a segnali più favorevoli nel mercato immobiliare. In dicembre l'indicatore Ita-coin elaborato dalla Banca d'Italia – che stima in tempo reale la dinamica di fondo del PIL – è aumentato a 0,20, prolungando la tendenza positiva in atto dal novembre 2014 (fig. 18).

La crescita proseguirebbe all'inizio dell'anno

Secondo gli indicatori prospettici la ripresa si rafforzerebbe all'inizio dell'anno in corso; i provvedimenti di stimolo agli acquisti di beni strumentali contenuti nella legge di stabilità per il 2016 dovrebbero sostenere gli investimenti già dal primo trimestre; all'accumulazione di capitale contribuirebbe inoltre la componente degli investimenti in costruzioni, che beneficerebbe del rafforzamento dei segnali di riattivazione del mercato immobiliare, già osservati a partire dalla metà dello scorso anno (cfr. il par. 2.10). Le valutazioni correnti e prospettiche di famiglie e imprese sull'andamento generale dell'economia restano favorevoli.

L'inflazione al consumo è ancora bassa

In base alle stime preliminari l'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è scesa in dicembre allo 0,1 per cento. Sulla debole dinamica dei prezzi ha pesato la diminuzione della componente di fondo (allo 0,5 per cento), insieme con la marcata flessione dei prezzi dei prodotti energetici.

2.2 LE IMPRESE

Il consolidamento dell'attività economica ha interessato tutti i principali comparti, tranne quello delle costruzioni dove si è tuttavia interrotta la prolungata fase recessiva. La fiducia delle imprese si è rafforzata; prevale la quota di quelle che pianificano un aumento della spesa per investimenti nei primi sei mesi del 2016. L'andamento della domanda estera costituisce però fonte di incertezza.

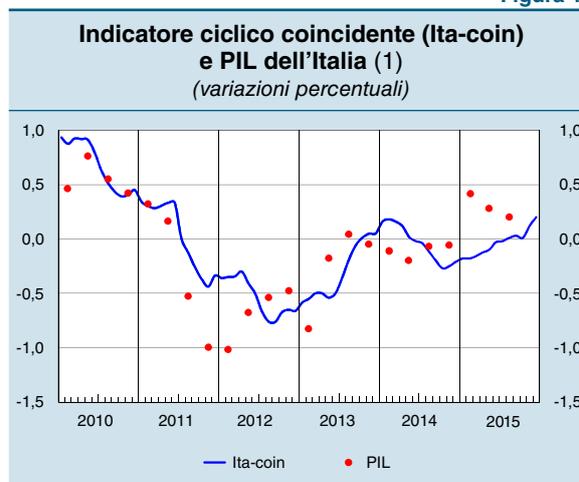
Prosegue il recupero dell'attività manifatturiera

Secondo nostre stime, nell'ultimo trimestre dell'anno l'attività manifatturiera sarebbe cresciuta, ma a ritmi lievemente inferiori a quelli registrati nei mesi estivi (fig. 19). In novembre la produzione industriale è scesa dello 0,5 per cento rispetto a ottobre; nel complesso dell'anno segnerebbe in confronto al 2014 il primo recupero dal 2011 (circa l'1 per cento).

La fiducia delle imprese rimane elevata...

La fiducia delle imprese è rimasta elevata nel corso dell'autunno, sospinta da aspettative più favorevoli sull'andamento generale dell'economia. L'evoluzione della domanda estera nei prossimi mesi costituisce però un fattore di incertezza,

Figura 18



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

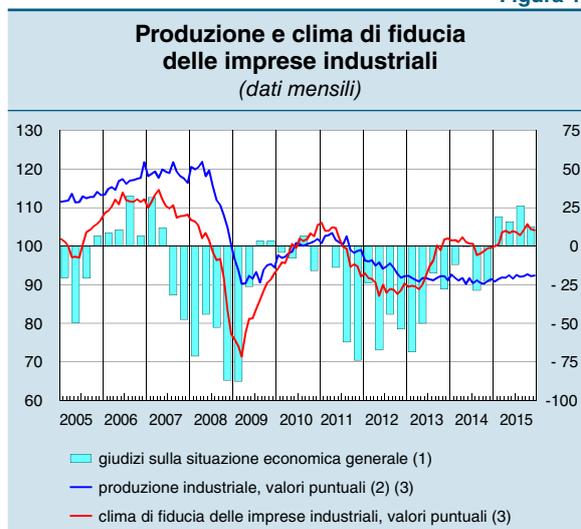
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: Ita-coin: un indicatore coincidente del ciclo economico italiano, in *Bollettino economico*, 2, 2015. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito internet: <http://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indicatori/indicatore-ciclico-coincidente/index.html>. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per Ita-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

come emerso dai risultati del sondaggio trimestrale condotto in dicembre in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*.

...ma il recupero degli investimenti è ancora discontinuo

Gli investimenti, dopo aver cumulato un rialzo dello 0,9 per cento tra l'estate del 2014 e quella del 2015, sono diminuiti nel terzo trimestre (-0,4 per cento), per effetto soprattutto del calo della componente degli impianti e dei macchinari e di quella dei beni immateriali; si è invece arrestata la flessione nel comparto delle costruzioni. Sulla base del recente sondaggio Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, nel primo semestre del 2016 la spesa per investimenti aumenterebbe rispetto agli ultimi sei mesi dello scorso anno (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna e Banca d'Italia.
 (1) Scala di destra. Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2015*, condotta dalla Banca d'Italia con *Il Sole 24 Ore*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 1, 2016. – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per dicembre è stimato. – (3) Indice: 2010=100.

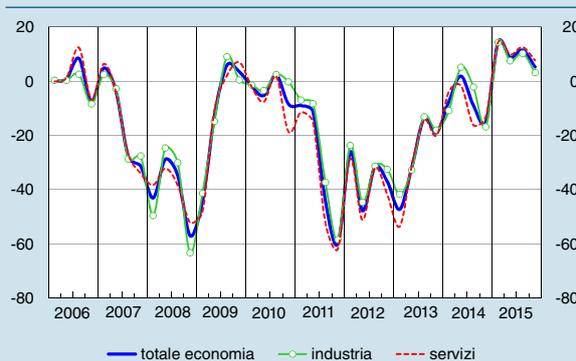
GLI INVESTIMENTI DELLE IMPRESE ITALIANE NELL'INDAGINE SULLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E CRESCITA

In dicembre è stata condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* l'indagine trimestrale su un campione di imprese dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle costruzioni con almeno 50 addetti (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2015*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 1, 2016). Secondo la maggior parte degli imprenditori (circa il 70 per cento) la situazione economica generale si è mantenuta stabile rispetto alla rilevazione di settembre; il saldo tra i giudizi di miglioramento e quelli di peggioramento è rimasto significativamente positivo, pur diminuendo, soprattutto per effetto delle opinioni meno favorevoli espresse dalle aziende più orientate all'export. Le imprese prevedono che la loro attività continuerà a trarre beneficio dall'andamento del tasso di cambio, dalle quotazioni petrolifere e soprattutto dalla domanda per i propri prodotti; resta tuttavia rilevante il freno costituito dall'incertezza globale imputabile a fattori economici e geopolitici.

Le condizioni per investire continuano a rimanere stabili per la maggioranza delle imprese; il saldo tra le indicazioni di miglioramento e quelle di peggioramento è positivo, pur riducendosi sia nel comparto industriale, specialmente tra le imprese esportatrici, sia nel terziario (figura A). Per il complesso del 2016 la spesa per investimenti

Figura A

Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1) (dati trimestrali; punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2015*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 1, 2016.

Attese delle imprese sugli investimenti (1) (valori percentuali)

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Industria in senso stretto e servizi
Spesa per investimenti programmata per il 2016 rispetto a quella effettuata nel 2015			
Più alta	37,2	33,1	35,2
Praticamente uguale	44,1	48,9	46,5
Più bassa	18,7	18,0	18,4
Spesa per investimenti programmata per il primo semestre del 2016 rispetto al secondo del 2015			
Più alta	33,9	28,7	31,4
Praticamente uguale	51,4	52,1	51,7
Più bassa	14,7	19,2	16,9

(1) Percentuali ponderate per il numero di imprese nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2015, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 1, 2016. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

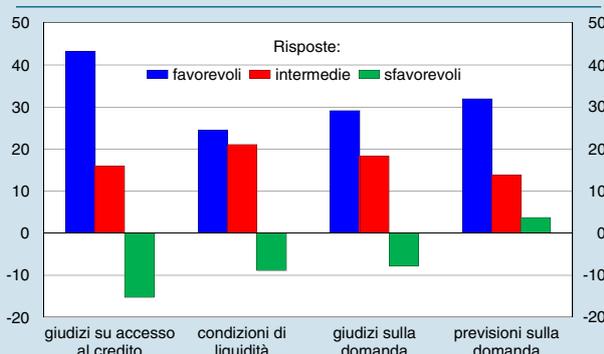
in termini nominali aumenterebbe rispetto al 2015, espandendosi già dal semestre in corso (tavola). Segnali di rafforzamento dell'attività di accumulazione provengono anche dall'andamento sostenuto del clima di fiducia nel comparto dei beni strumentali. Le aziende con migliori condizioni di accesso al credito mostrano la maggiore propensione ad accrescere la spesa per investimenti nel corso del 2016 (figura B).

Nella rilevazione è stato domandato alle imprese se il provvedimento di incentivo agli investimenti in beni strumentali (cosiddetto super ammortamento) previsto nella legge di stabilità per il 2016 (non ancora approvata al momento delle interviste) avesse influito sui piani di spesa. Circa la metà delle aziende ha indicato che il provvedimento avrebbe effetti positivi sugli investimenti; tale quota è più elevata nell'industria in senso stretto, in particolare tra le imprese di grande dimensione. Per circa il 13 per cento degli imprenditori l'impatto dell'incentivo sarebbe abbastanza o molto rilevante; la percentuale raddoppia tra le aziende che hanno dichiarato l'intenzione di aumentare la spesa per investimenti nel 2016.

I risultati relativi alle imprese di costruzione indicano un miglioramento della fiducia in questo comparto: il saldo delle attese sul contesto operativo nei prossimi mesi è divenuto positivo per la prima volta dal dicembre 2012, quando la rilevazione è stata estesa a tale settore; i piani di investimento per il 2016 prefigurano un aumento della spesa per il semestre in corso e per l'intero anno, grazie soprattutto all'incremento riportato dalle imprese più attive nell'edilizia residenziale.

Figura B

Attese delle imprese sugli investimenti nel complesso del 2016 (1) (punti percentuali)



(1) Saldi tra la percentuale di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi che si attende una spesa nominale per investimenti superiore nel 2016 rispetto all'anno precedente e la quota di imprese che si aspetta una spesa inferiore, suddivisi secondo le modalità di risposta alle domande sull'accesso al credito, le condizioni attese di liquidità, i giudizi e le prospettive per la domanda di propri prodotti nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2015, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 1, 2016.

Nel settore edile si rafforzano i segnali di ottimismo

Nella media del quarto trimestre l'indice del clima di fiducia delle imprese di costruzione si è attestato su livelli fra i più elevati dall'avvio della crisi finanziaria del 2008-09. Il maggior ottimismo trova conferma anche nei risultati dell'indagine congiunturale sul mercato delle abitazioni condotta in ottobre in collaborazione con Tecnoborsa. Gli agenti immobiliari nutrono aspettative favorevoli sia per il proprio mercato di riferimento sia per quello nazionale, in linea con gli andamenti più recenti: nel terzo trimestre le compravendite di abitazioni hanno continuato a crescere (2,5 per cento su base congiunturale; fig. 20) e i prezzi delle abitazioni sono aumentati per la prima volta in quattro anni (0,2 per cento rispetto al secondo trimestre). Nell'ambito del sondaggio Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, le imprese di costruzione hanno espresso valutazioni favorevoli sul proprio contesto operativo sia corrente sia atteso.

La competitività è migliorata

Valutazioni preliminari per il bimestre novembre-dicembre indicano che la competitività di prezzo, misurata sulla base dei prezzi alla produzione di beni manufatti, sarebbe migliorata di circa un punto percentuale rispetto al bimestre precedente; dall'inizio del 2014 gli esportatori italiani avrebbero cumulato un guadagno di quattro punti percentuali, beneficiando del deprezzamento dell'euro (fig. 21).

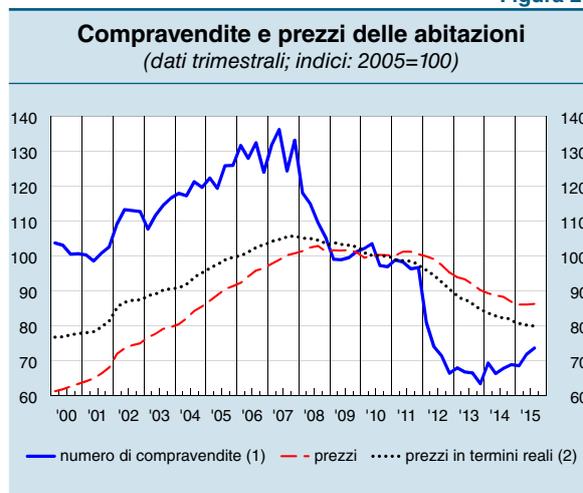
La redditività delle imprese è migliorata

Secondo stime basate sui conti nazionali, il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto nei dodici mesi terminanti in settembre è lievemente aumentato, pur rimanendo su livelli storicamente contenuti. Si è ridotto il fabbisogno finanziario delle imprese grazie al miglioramento della capacità di autofinanziamento, che ha più che compensato l'incremento degli investimenti. Alla crescita dell'autofinanziamento (calcolato come differenza tra il MOL e gli oneri totali) ha contribuito la diminuzione degli oneri finanziari netti. In settembre il debito complessivo delle imprese in percentuale del PIL è sceso ulteriormente, al 79 per cento del prodotto (dall'80 di giugno; fig. 22).

Crescono i prestiti alle imprese

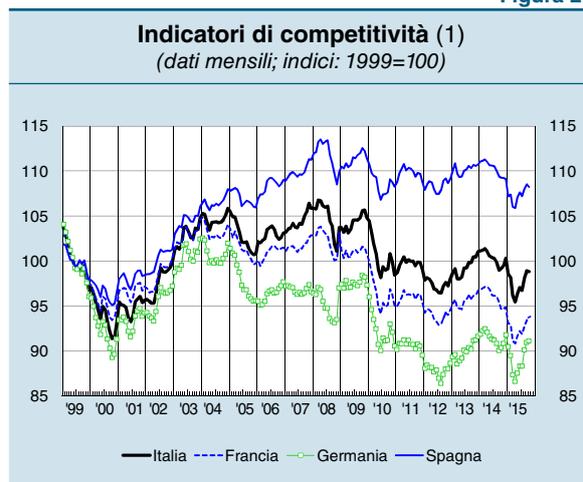
Nei tre mesi terminanti in novembre la dinamica dei prestiti bancari alle imprese è tornata significativamente positiva per la prima volta dalla fine del

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e Consulente immobiliare. (1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. - (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPII, Eurostat, FMI, OCSE, ONU e statistiche nazionali. (1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di ottobre 2015. Per la metodologia di costruzione, cfr. A. Felettigh, C. Giordano, G. Oddo e V. Romano, *Reassessing price-competitiveness indicators of the four largest euro-area countries and of their main trading partners*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 280, 2015.

2011; quella alle aziende manifatturiere si è ulteriormente rafforzata (cfr. il par. 2.7).

La raccolta obbligazionaria netta è tornata positiva, ma rimane contenuta

Nel terzo trimestre la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane è stata positiva (1,2 miliardi di euro; cfr. tav. 7). Sulla base di dati preliminari di fonte

Dealogic, nel bimestre ottobre-novembre le emissioni nette sarebbero state contenute. Nei mesi estivi le emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie residenti in Italia sono leggermente aumentate, pur rimanendo di ammontare modesto.

2.3 LE FAMIGLIE

È proseguita la crescita della spesa delle famiglie, che ha continuato a fornire un rilevante impulso all'aumento del PIL. Le indicazioni più recenti sul clima di fiducia e sul reddito disponibile sono coerenti con un'ulteriore espansione dei consumi nell'ultimo trimestre dello scorso anno, in linea con quella dei due periodi precedenti.

È proseguita la tendenza positiva dei consumi

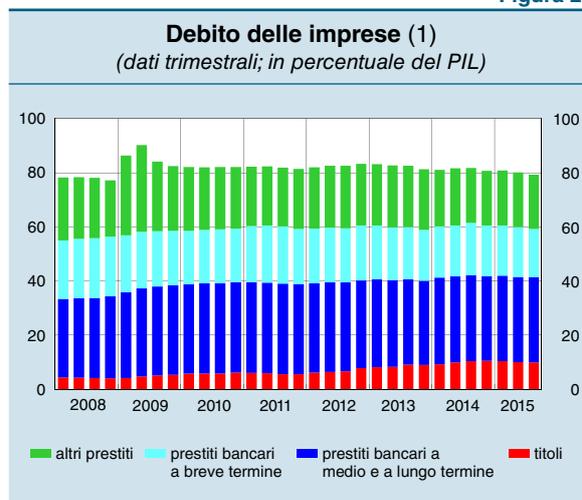
Nei mesi estivi la spesa delle famiglie è cresciuta dello 0,4 per cento, come in primavera. La ripresa

dei consumi, pur rimanendo più vivace nella componente dei beni durevoli (0,6 per cento), ha interessato anche quella dei beni non durevoli (0,3 per cento per il secondo trimestre consecutivo) e dei servizi (0,2 per cento). Negli ultimi tre mesi del 2015 le immatricolazioni di automobili sono ancora aumentate (4,3 per cento; 15,7 per cento la crescita riferita al complesso dell'anno). Nei primi nove mesi del 2015 il reddito disponibile, valutato in termini reali, è salito dello 0,9 per cento rispetto allo stesso periodo del 2014 (fig. 23), beneficiando della crescita dell'occupazione; la propensione al risparmio è aumentata.

Anche la fiducia delle famiglie si consolida su livelli elevati

In dicembre l'indice del clima di fiducia dei consumatori si è attestato su livelli storicamente elevati.

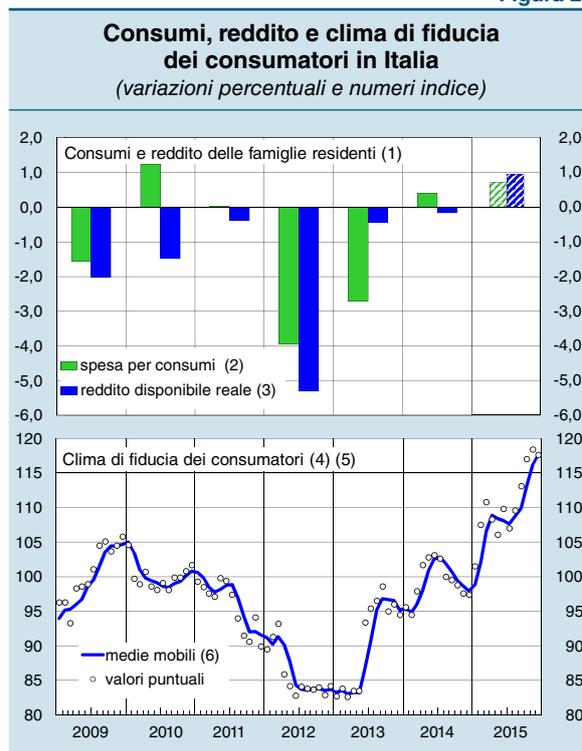
Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) I dati si riferiscono ai 12 mesi terminanti nel trimestre considerato. Il debito include i prestiti cartolarizzati. I dati sul debito delle società non finanziarie hanno subito alcune revisioni a seguito di quelle nella stima dei prestiti intrasocietari.

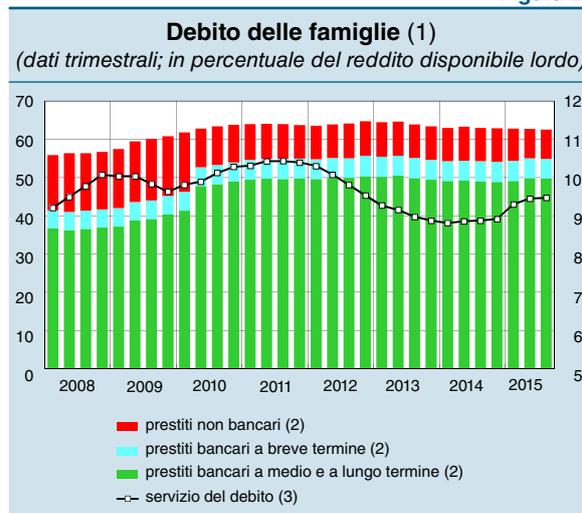
Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2014 dati annuali; per il 2015 variazioni percentuali dei primi 9 mesi sullo stesso periodo del 2014. – (2) Quantità a prezzi concatenati. – (3) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie (valori concatenati con anno di riferimento 2010). – (4) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2010=100. – (5) A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti. – (6) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 24



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) Consistenze di fine trimestre e flussi nei 12 mesi terminanti a fine trimestre. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. I debiti includono i prestiti cartolarizzati. – (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel 2° trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 58, 2010. – (3) Scala di destra. Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici.

Nel corso dell'autunno le famiglie hanno espresso ottimismo sull'andamento generale dell'economia; sul fronte personale sono migliorate le attese sull'occupazione, in linea con il recupero del mercato del lavoro (cfr. il par. 2.5); restano però improntate a maggiore cautela le valutazioni sul bilancio familiare, che potrebbero tradursi in comportamenti di spesa ancora prudenti.

Il debito è leggermente sceso e il suo servizio è pressoché invariato

In estate il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è leggermente sceso al 62,5 per cento (62,7 in giugno;

fig. 24), rimanendo ben al di sotto di quello medio dell'area dell'euro (96 per cento circa alla fine di giugno). Nello stesso periodo gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (spesa per interessi e restituzione del capitale) in rapporto al reddito disponibile sono rimasti pressoché invariati al 9,5 per cento. I dati più recenti segnalano una riduzione dei tassi di interesse sui nuovi mutui, da un livello già molto contenuto nel confronto storico (cfr. il par. 2.7).

2.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La debolezza della domanda nelle economie emergenti si è riflessa sull'andamento delle esportazioni, la cui crescita si è arrestata nei mesi estivi; gli ordini esteri indicano tuttavia prospettive ancora favorevoli. L'avanzo di conto corrente si è ampliato, grazie alla minore spesa energetica e al buon andamento della bilancia turistica. Gli investitori esteri hanno confermato il proprio interesse per i titoli pubblici italiani.

Diminuiscono le esportazioni di beni...

Dopo una prolungata fase di espansione, nel terzo trimestre le esportazioni si sono ridotte (-0,8 per cento in volume rispetto al periodo precedente) per effetto della contrazione nel comparto dei beni; le vendite di servizi hanno invece continuato a crescere, come nella prima parte dell'anno.

La diminuzione delle esportazioni di beni è stata guidata dalla flessione, più forte che nel trimestre precedente, nei mercati emergenti e nei paesi produttori di materie prime. Si sono ridotte, in particolare, le esportazioni verso la Cina, i paesi dell'OPEC e la Turchia; quelle sui mercati della UE hanno invece registrato solo un modesto calo. Nonostante la congiuntura internazionale sfavorevole, è proseguita l'espansione delle vendite nei comparti della meccanica e della farmaceutica, mentre si sono ridimensionate le vendite dei prodotti petroliferi raffinati e di quelli in metallo.

...e rallentano le importazioni

La crescita delle importazioni (0,5 per cento in volume) si è attenuata rispetto alla prima parte dell'anno, per la decelerazione di quelle di beni; le importazioni di servizi hanno ripreso ad aumentare (1,0 per cento). Sono diminuiti gli acquisti di prodotti elettronici, farmaceutici e di materie prime energetiche,

dopo la robusta espansione nella prima metà del 2015; hanno invece continuato a crescere quelli dei mezzi di trasporto.

Le prospettive sugli ordini esteri rimangono positive

Secondo i dati più recenti, dopo un'ulteriore caduta in ottobre, le esportazioni di beni a prezzi correnti hanno mostrato una ripresa sui mercati extra UE in novembre. Indicazioni favorevoli riguardo alle prospettive della domanda estera provengono ancora dall'indice PMI relativo agli ordini esteri delle imprese manifatturiere e dall'analogo indicatore Istat, entrambi in rialzo negli ultimi mesi e ben al di sopra della soglia compatibile con un'espansione delle vendite (fig. 25).

Il surplus del conto corrente si mantiene elevato

Nei primi dieci mesi del 2015 il conto corrente ha registrato un avanzo di 24,6 miliardi (da 21,6 nello stesso periodo dell'anno precedente; tav. 3). L'aumento è stato determinato dal più elevato surplus delle merci, sospinto dalla riduzione della spesa energetica, e dal miglioramento nel conto dei servizi, grazie al contributo della bilancia turistica. Nel terzo trimestre il saldo di conto corrente è risultato pari al 2,1 per cento del PIL (dall'1,7 nel secondo, dati destagionalizzati).

Gli investitori esteri hanno privilegiato i titoli pubblici italiani

Gli acquisti netti dall'estero di titoli pubblici italiani in settembre e in ottobre hanno compensato interamente i disinvestimenti registrati in agosto, in buona parte connessi con gli ingenti rimborsi netti di titoli effettuati dal Tesoro (cfr. il riquadro: *Gli investimenti in titoli pubblici italiani nel 2015*). Nei primi dieci mesi del 2015 gli acquisti di titoli pubblici hanno rappresentato oltre il 90 per cento del valore complessivo degli investimenti esteri netti in titoli di portafoglio italiani (61,8 miliardi).

Figura 25



Fonte: Istat, Markit e Thomson Reuters Datastream.
(1) Indice: 2007=100 (dati di contabilità nazionale). – (2) Media trimestrale dell'indicatore PMI, alla quale viene sommato il valore 50. – (3) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media e viene sommato il valore 100. – (4) Inchiesta congiunturale trimestrale dell'Istat presso le imprese, relativa alle attese per i 3 mesi successivi; saldo percentuale delle risposte "favorevole" e "sfavorevole", al quale viene sommato il valore 100.

Tavola 3

Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2013	2014	gen.-ott. 2014	gen.-ott. 2015
Conto corrente	14,3	30,8	21,6	24,6
Merci	36,0	49,2	39,0	41,3
prodotti non energetici (2)	87,6	90,4	74,1	68,3
prodotti energetici (2)	-51,6	-41,2	-35,1	-27,0
Servizi	0,7	-1,3	-0,3	1,1
Redditi primari	-4,4	-0,5	-3,1	-3,6
Redditi secondari	-18,1	-16,6	-14,0	-14,2
Conto capitale	0,2	3,4	1,4	0,4
Conto finanziario	11,0	46,2	29,4	27,4
Investimenti diretti	0,6	5,0	12,9	10,0
Investimenti di portafoglio	-14,6	-4,5	-32,7	48,1
Derivati	3,0	-3,6	-1,8	-0,8
Altri investimenti	20,4	50,2	51,8	-30,4
Variazione riserve ufficiali	1,5	-1,0	-0,9	0,4
Errori e omissioni	-3,5	12,0	6,3	2,3

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per ottobre 2015 dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

GLI INVESTIMENTI IN TITOLI PUBBLICI ITALIANI NEL 2015

Nel 2015 significativi acquisti di titoli pubblici italiani sono stati effettuati dalla Banca d'Italia, che dallo scorso marzo interviene sul mercato secondario in attuazione del programma di acquisto di

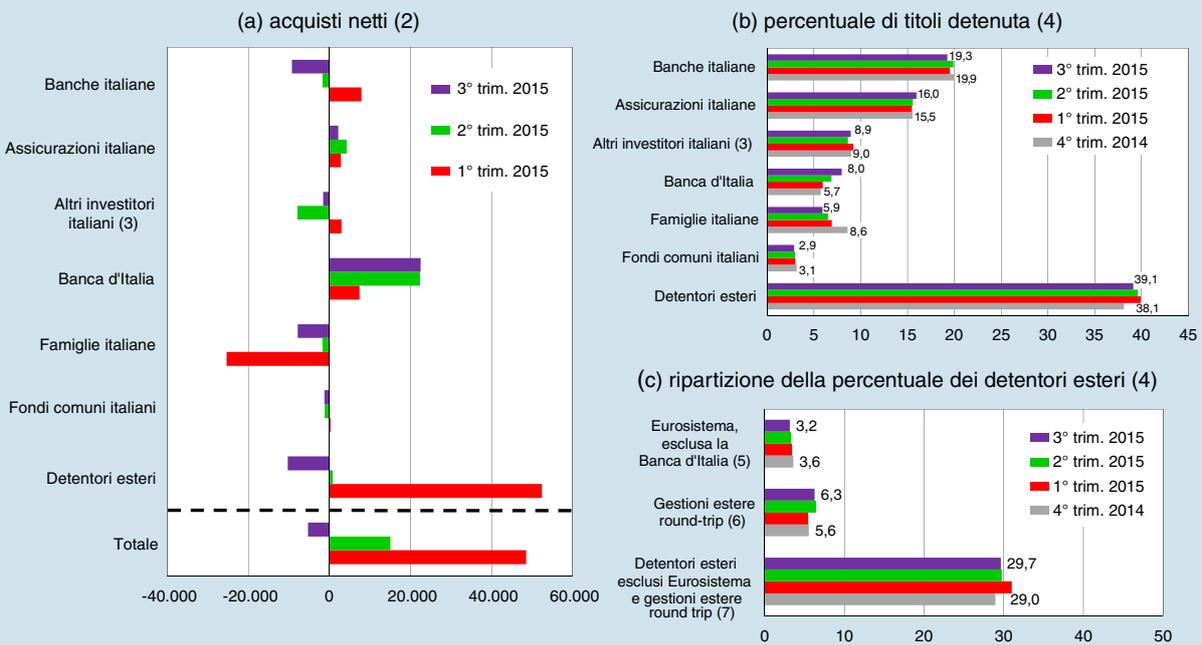
titoli dell'Eurosistema (Asset Purchase Programme, APP; figura A, pannello a). In tale ambito alla fine dello scorso dicembre la Banca d'Italia aveva acquistato titoli per un ammontare pari a circa 73 miliardi di euro e con vita media residua attorno ai nove anni.

Sono nel contempo proseguiti anche gli acquisti degli investitori esteri, che hanno continuato a manifestare un forte interesse per i titoli italiani, come nel 2014. È invece diminuita la consistenza di titoli detenuta dalle famiglie, che hanno progressivamente riequilibrato i portafogli in favore del risparmio gestito. Quest'ultimo, in un confronto internazionale, rimane tuttavia relativamente sottorappresentato nei portafogli delle famiglie italiane, soprattutto per quanto riguarda i fondi comuni di investimento.

Per effetto degli andamenti sopra descritti, sono aumentate le quote dei titoli pubblici italiani detenuti dalla Banca d'Italia (di 2,3 punti percentuali, all'8,0 per cento alla fine di settembre; figura A, pannello b) e dagli investitori non residenti (di 1,0 punto percentuale, al 39,1 per cento). Al netto dei titoli in possesso dell'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e di gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a investitori italiani (figura A, pannello c), la quota dei non residenti alla fine del terzo trimestre si attestava, secondo nostre stime basate sui dati Assogestioni e BCE, al 29,7 per cento, in aumento di 0,7 punti percentuali rispetto alla fine del 2014. Sono invece diminuite le quote delle banche residenti (di 0,6 punti percentuali) e soprattutto quelle delle famiglie (di 2,7 punti percentuali). Un lieve incremento (di 0,5 punti percentuali) si è registrato per le assicurazioni italiane.

Figura A

Titoli pubblici italiani: ripartizione per categoria di detentore (1)
(dati trimestrali)



Fonte: conti finanziari e stime basate su dati Assogestioni e BCE.
 (1) Dati preliminari ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. – (2) Milioni di euro. – (3) Include le società non finanziarie, i fondi pensione e altre tipologie di investitori. – (4) Valori percentuali. – (5) Stima basata su fonti di mercato dei titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema (al netto di quelli della Banca d'Italia) nell'ambito del Securities Markets Programme e del Public Sector Purchase Programme. – (6) Titoli detenuti da gestioni patrimoniali e fondi comuni amministrati da operatori esteri ma riconducibili a risparmiatori italiani. Dati parzialmente stimati. – (7) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

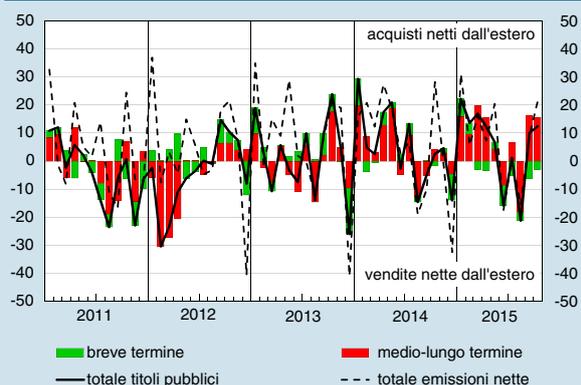
I dati di bilancia dei pagamenti, disponibili fino al mese di ottobre, segnalano che gli acquisti esteri netti di titoli pubblici italiani da parte del complesso degli investitori non residenti, dopo una lieve flessione in agosto, sono tornati ad accelerare in settembre e in ottobre; il loro andamento infrannuale è fortemente correlato con quello delle emissioni nette del Tesoro (figura B). Nei primi dieci mesi del 2015 gli investimenti esteri sono stati pari a 58,0 miliardi, di cui 22,2 dall'avvio dell'APP, e si sono concentrati nella componente a medio e a lungo termine.

In una prospettiva di più lungo periodo, la percentuale di titoli pubblici italiani detenuta dagli investitori esteri (calcolata al netto dei titoli in possesso dell'Eurosistema nonché delle gestioni e dei fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani) è inferiore di 12 punti percentuali al livello prevalente prima della crisi del debito sovrano, sebbene sia aumentata di circa 4 punti dal minimo toccato nella prima metà del 2012 (figura C). La quota di titoli pubblici detenuti dalle banche italiane, che era aumentata durante la crisi del debito sovrano come avvenuto in altri paesi, si è significativamente ridotta (di 3,7 punti percentuali) rispetto al picco raggiunto alla metà del 2013; quella delle famiglie italiane è in calo dal 2009.

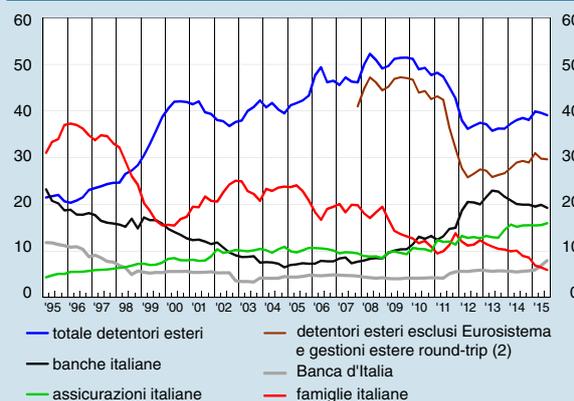
Figura B

Figura C

Investimenti netti esteri in titoli pubblici italiani
(dati mensili; miliardi di euro)



Titoli pubblici italiani: ripartizione per detentore dal 1995 (1)
(dati trimestrali; quote percentuali)



Fonte: conti finanziari e stime basate su dati Assogestioni e BCE.
(1) Dati preliminari ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori (figura A). - (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

Sono proseguiti, pur attenuandosi rispetto alla prima parte dell'anno, gli investimenti di portafoglio all'estero da parte dei residenti (109,9 miliardi netti tra l'inizio dell'anno e il mese di ottobre, da 73,1 nello stesso periodo del 2014).

Il saldo passivo TARGET2 si è ampliato, riflettendo il proseguimento dell'APP

La posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 si è attestata a 247 miliardi nella media di dicembre (da 232 in settembre; fig. 26). I dati disponibili indicano che gli andamenti osservati tra agosto e ottobre sono principalmente legati, come nei mesi precedenti, all'ampia creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia nell'ambito del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema (Asset Purchase Programme, APP); tale liquidità è stata impiegata sia dalle banche per ridurre la raccolta, relativamente più onerosa, sul mercato interbancario internazionale, sia dai privati, seppure in misura minore rispetto

ai mesi precedenti, per aumentare il peso dei titoli esteri nei loro portafogli (1).

La posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia alla fine dello scorso settembre era passiva per 471,3 miliardi, pari al 28,9 per cento del PIL. Il peggioramento rispetto al secondo trimestre, di circa tre punti di prodotto, è riconducibile in larga parte al calo dei valori di mercato dei titoli esteri di portafoglio detenuti dai residenti. Questo dato sarà prevedibilmente rivisto a breve per incorporare le attività detenute all'estero in precedenza non dichiarate che sono emerse con la procedura di collaborazione volontaria per la dichiarazione a fini fiscali dei capitali detenuti all'estero (voluntary disclosure): sulla base delle informazioni finora fornite dall'Agenzia delle Entrate, la posizione netta migliorerebbe di circa tre punti e mezzo di PIL.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre il numero di occupati ha continuato ad aumentare, soprattutto tra i giovani e nei servizi; è proseguita la ricomposizione delle assunzioni verso forme contrattuali stabili. Il tasso di disoccupazione è sceso al livello più basso dalla fine del 2012. Nei mesi autunnali la dinamica dell'occupazione ha ristagnato, ma le aspettative delle imprese sul quadro occupazionale restano improntate a un cauto ottimismo.

È proseguita la crescita dell'occupazione

Nei mesi estivi il numero di occupati rilevato dai conti nazionali, al netto dei fattori stagionali, è cresciuto dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente (0,8 nei servizi privati; 0,2 nell'industria in senso stretto). Secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel bimestre ottobre-novembre l'occupazione è

lievemente scesa rispetto all'estate, pur rimanendo ben al di sopra dei livelli registrati nello stesso periodo del 2014.

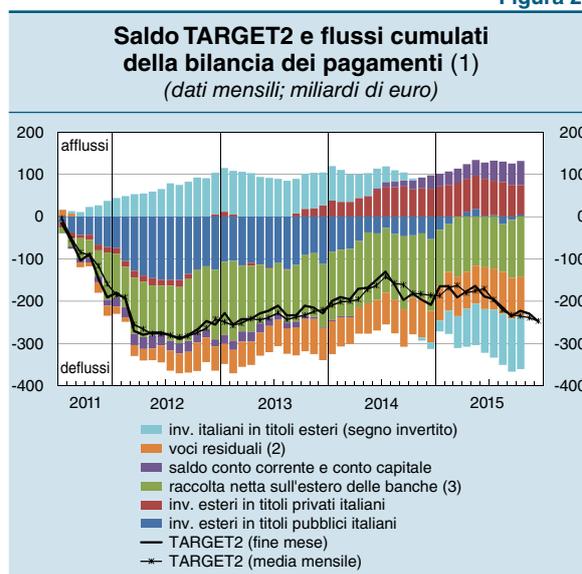
In estate anche le ore lavorate sono aumentate, riflettendosi in un sensibile calo del ricorso alla Cassa integrazione guadagni (-19,9 per cento delle ore autorizzate rispetto a quanto osservato nel secondo trimestre; fig. 27; tav. 4). Nelle costruzioni l'input di lavoro si è ridotto, riassorbendo l'incremento registrato in primavera.

Aumenta l'incidenza delle assunzioni a tempo indeterminato

A fronte del ristagno dell'occupazione di tipo autonomo, quella alle dipendenze è aumentata (0,5 per cento rispetto ai mesi estivi; 1,4 in confronto al corrispondente periodo del 2014), per effetto sia dell'ulteriore incremento delle forme contrattuali stabili, sia dell'accelerazione della componente a termine. Contestualmente è salito il numero dei rapporti di lavoro trasformati da tempo deter-

(1) Per un'esposizione del legame del saldo TARGET2 con i canali di creazione e utilizzo della liquidità e con l'identità di bilancia dei pagamenti, cfr. il riquadro: *Landamento del saldo TARGET2 nell'ultimo triennio*, in *Bollettino economico*, 3, 2015.

Figura 26



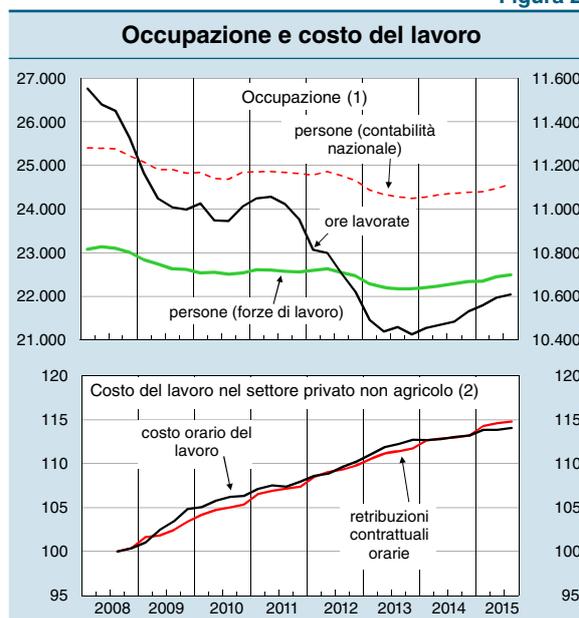
(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Investimenti diretti esteri, derivati, altri investimenti, errori e omissioni. – (3) Inclusa la raccolta intermedia da controparti centrali residenti.

minato a tempo indeterminato; secondo i dati dell'Osservatorio sul precariato diffusi dall'INPS, nei primi dieci mesi del 2015 i contratti stabili, di nuova stipula o trasformati da precedenti rapporti a termine, hanno rappresentato il 38,2 per cento dei nuovi rapporti di lavoro subordinato (8,2 punti percentuali in più rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente). La ricomposizione dell'occupazione verso contratti a tempo indeterminato è riconducibile agli effetti degli sgravi contributivi e della nuova disciplina del licenziamento individuale prevista dal Jobs Act in vigore dai primi mesi del 2015 (cfr. il riquadro: *L'andamento delle assunzioni e gli effetti delle misure sul mercato del lavoro in base ai dati amministrativi*, in *Bollettino economico*, 4, 2015).

Il tasso di disoccupazione è diminuito, anche fra i giovani

Il tasso di disoccupazione è sceso nel terzo trimestre all'11,7 per cento, il livello più basso dalla fine del 2012; nel bimestre ottobre-novembre si è ulteriormente ridotto all'11,4 per cento in media (fig. 28). Al calo della disoccupazione ha contribuito anche la flessione del tasso di attività, portatosi al 63,7 per cento in novembre (dal 64,3 in giugno), dopo il marcato aumento registrato nella seconda metà del 2014.

Figura 27



Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro, Conti economici trimestrali e Indagine sulle retribuzioni contrattuali*.

(1) Migliaia di persone (scala di sinistra); milioni di ore (scala di destra); dati trimestrali destagionalizzati. – (2) Numeri indice: 3° trimestre 2008=100; dati trimestrali grezzi per le retribuzioni contrattuali orarie, destagionalizzati per il costo orario del lavoro.

Tavola 4

Occupazione e disoccupazione

(dati trimestrali destagionalizzati; migliaia di persone; milioni di ore; variazioni percentuali sul trimestre precedente)

VOCI	Consistenze 3° trim. 2015	Variazioni			
		4° trim. 2014	1° trim. 2015	2° trim. 2015	3° trim. 2015
Totale occupati	24.570	0,1	0,1	0,3	0,4
di cui: industria in senso stretto	4.220	0,2	-0,6	..	0,2
servizi privati (1)	10.607	0,1	0,6	..	0,8
Dipendenti	18.332	..	0,1	0,5	0,5
Autonomi	6.238	0,3	0,1	-0,3	0,1
Ore lavorate	10.608	0,5	0,3	0,3	0,1
di cui: industria in senso stretto	1.851	0,8	-0,2	-0,6	0,5
servizi privati (1)	4.866	0,4	0,5	0,4	0,9
Dipendenti	7.225	0,3	0,6	0,4	0,3
Autonomi	3.383	0,9	-0,5	0,2	-0,2
Persone in cerca di occupazione	2.973	-0,2	-5,1	0,6	-5,2
Forze di lavoro	25.468	0,2	-0,6	0,5	-0,5

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (per gli occupati e le ore lavorate) e *Rilevazione sulle forze di lavoro* (per le persone in cerca di occupazione e le forze di lavoro). (1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui.

Per effetto dell'incremento dell'occupazione nella classe di età tra i 15 e i 24 anni il tasso di disoccupazione giovanile si è notevolmente ridotto, al 38,1 per cento in novembre (circa quattro punti percentuali in meno rispetto a giugno), pur rimanendo su un livello storicamente elevato.

Il costo del lavoro cresce meno delle retribuzioni per effetto degli sgravi

Nel terzo trimestre la dinamica del costo orario del lavoro nel settore privato non agricolo, stabile intorno all'1 per cento sul periodo corrispondente, è risultata ancora inferiore a quella delle retribuzioni di fatto (1,3 per cento) per effetto degli sgravi contributivi sulle nuove assunzioni attivi dall'inizio del 2015 (fig. 27). La crescita delle retribuzioni contrattuali, pari all'1,6 per cento, riflette le previsioni di inflazione formulate per il periodo 2013-14 e incorporate nei contratti tuttora vigenti. Nell'industria in senso stretto è proseguito il rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) in atto dal primo trimestre dello scorso anno; nei mesi estivi la dinamica, ridottasi allo 0,8 per cento tendenziale dal 2,1 nel periodo precedente, ha beneficiato soprattutto del significativo recupero della produttività oraria.

Le prospettive occupazionali rimangono moderatamente positive

Le aspettative delle imprese circa il quadro occupazionale a tre mesi, rilevate dalle indagini qualitative condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, restano improntate a un cauto ottimismo. L'indagine congiunturale svolta in settembre dalla Banca d'Italia (cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 59, 2015) indica che le prospettive occupazionali sono migliori per le imprese più grandi.

Rallenta la dinamica dei salari nominali

La dinamica delle retribuzioni si ridurrebbe progressivamente per effetto delle basse previsioni di inflazione e della possibilità che alcuni dei prossimi rinnovi contrattuali prevedano incrementi salariali inferiori alle variazioni stimate dei prezzi (come già accaduto nel comparto chimico-farmaceutico, per il quale l'aumento contrattuale da ultimo pattuito ammonta a circa la metà di quello previsto nel triennio precedente).

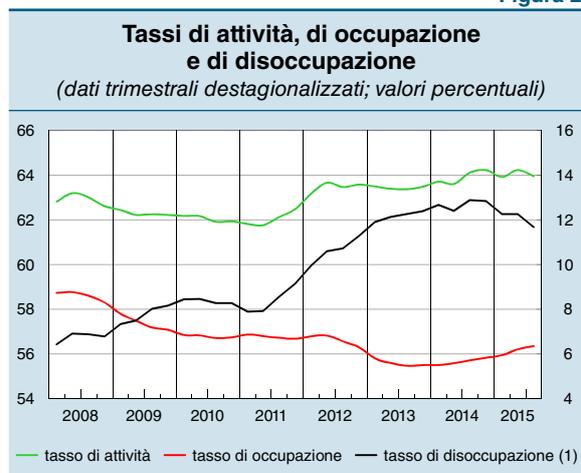
2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione al consumo resta su valori molto bassi; in dicembre si è portata allo 0,1 per cento. Negli ultimi mesi del 2015 sull'indice complessivo dei prezzi ha continuato a gravare il calo della componente energetica; anche l'inflazione di fondo, che esclude i beni alimentari ed energetici, si mantiene su livelli assai moderati. Le attese delle famiglie e delle imprese segnalano un modesto recupero dei prezzi nel corso del 2016.

L'inflazione rimane molto contenuta

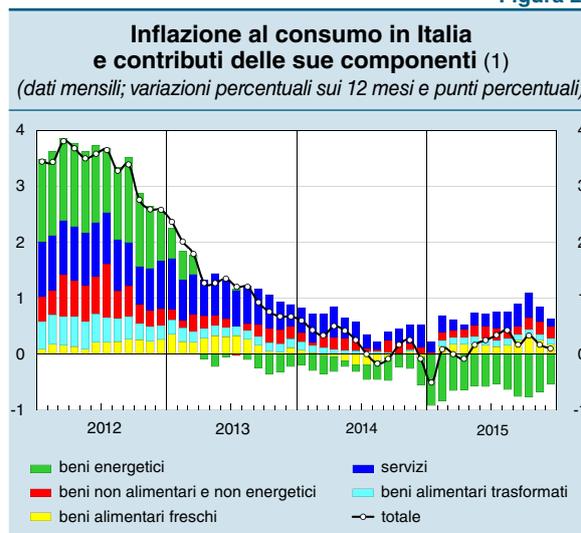
Nell'ultima parte del 2015 l'inflazione è rimasta su livelli appena positivi. In base ai dati preliminari, in

Figura 28



Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*. (1) Scala di destra.

Figura 29



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat. (1) IPCA; per dicembre 2015 stime preliminari.

dicembre la variazione sui dodici mesi dell'IPCA è scesa allo 0,1 per cento (fig. 29). Sull'andamento ha pesato la diminuzione della componente di fondo (allo 0,5 per cento, da 0,7 in novembre; tav. 5), a seguito del rallentamento dei prezzi dei servizi. Resta marcata la flessione dei prezzi dei prodotti energetici. In novembre, ultimo periodo per il quale sono disponibili informazioni complete sul paniere dell'IPCA, è aumentata la quota di voci elementari che mostrano variazioni negative (al 32 per cento, dal 29 in ottobre), riflettendo la più alta incidenza nel settore dei servizi.

Tavola 5

Indicatori di inflazione in Italia (variazioni percentuali sui 12 mesi)							
PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)		Al netto di energetici e alimentari	Indice generale
2011	2,9	2,0	2,6	2,8	–	1,3	5,1
2012	3,3	2,0	2,5	3,0	–	1,7	4,1
2013	1,3	1,3	1,1	1,2	–	1,1	-1,2
2014	0,2	0,7	-0,1	0,2	–	0,7	-1,8
2015	(0,1)	(0,7)	....	(0,1)	–	....	....
2014 – gen.	0,6	0,9	0,3	0,7	0,2	0,9	-1,5
feb.	0,4	0,9	0,1	0,5	-0,1	0,9	-1,7
mar.	0,3	0,9	-0,1	0,4	0,0	0,8	-1,9
apr.	0,5	1,1	0,2	0,6	0,0	1,0	-1,7
mag.	0,4	0,8	0,0	0,5	0,0	0,7	-1,7
giu.	0,2	0,7	-0,2	0,3	0,0	0,7	-1,8
lug.	0,0	0,5	-0,3	0,1	-0,1	0,6	-1,9
ago.	-0,2	0,4	-0,6	-0,1	0,1	0,5	-2,1
set.	-0,1	0,5	-0,5	-0,2	0,0	0,4	-2,0
ott.	0,2	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	-1,5
nov.	0,3	0,6	0,3	0,2	0,0	0,5	-1,5
dic.	-0,1	0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,7	-2,1
2015 – gen.	-0,5	0,5	-0,5	-0,6	-0,4	0,3	-3,8
feb.	0,1	0,9	0,0	-0,1	0,4	0,5	-3,2
mar.	0,0	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,3	-3,0
apr.	-0,1	0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,3	-3,0
mag.	0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,6	-2,6
giu.	0,2	0,7	0,2	0,2	0,1	0,6	-3,0
lug.	0,3	1,0	0,3	0,2	-0,1	0,7	-3,0
ago.	0,4	1,0	0,3	0,2	0,0	0,7	-3,5
set.	0,2	0,8	0,1	0,2	0,0	0,8	-3,9
ott.	0,3	0,9	0,3	0,3	0,2	0,9	-3,7
nov.	0,2	0,7	0,1	0,1	-0,2	0,6	-4,2
dic.	(0,1)	(0,5)	....	(0,1)	....	....	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (4) Indice calcolato dall'Istat sottraendo dai prezzi di vendita l'impatto delle variazioni delle imposte indirette nell'ipotesi che esse siano state traslate immediatamente e per intero. – (5) Indice generale al netto della componente stagionale.

I prezzi alla produzione continuano a ridursi

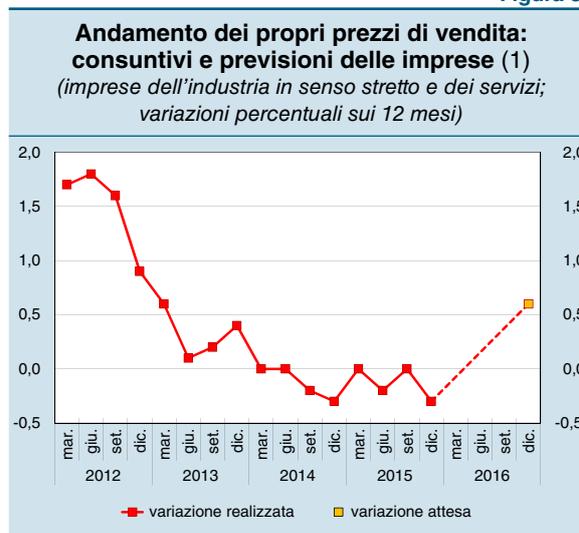
Le pressioni all'origine rimangono molto deboli. In novembre i prezzi alla produzione hanno registrato una nuova decisa riduzione; la dinamica appena positiva dei prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo finale (0,2 per cento sui dodici mesi) non ha compensato l'ampia flessione della componente energetica (-10,7 per cento).

**Nel 2016
il recupero
dell'inflazione
sarebbe modesto**

Nelle rilevazioni più recenti le famiglie e le imprese si attendono un recupero contenuto dei prezzi. Gli esiti dell'ultimo sondaggio presso le aziende condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* segnalano un modesto incremento dei listini nei prossimi dodici mesi (fig. 30). Gli operatori professionali censiti in dicembre da Consensus Economics prevedono per il 2016 un recupero graduale dell'inflazione. Secondo i sondaggi svolti in dicembre dall'Istat, nei giudizi delle famiglie l'inflazione si manterrà bassa nel corso del prossimo anno; è rimasta pressoché stabile la quota di consumatori che si attende un calo dei prezzi (3,8 per cento, da 4,0 in novembre). Il saldo tra la quota di imprese manifatturiere che prevede un rialzo dei prezzi di vendita dei propri prodotti e quella che ne prefigura una riduzione è diminuito nella media del quarto trimestre rispetto al periodo precedente.

Nelle rilevazioni più recenti le famiglie e le imprese si attendono un recupero contenuto dei prezzi. Gli esiti dell'ultimo sondaggio presso le aziende condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* segnalano un modesto incremento dei listini nei prossimi dodici mesi (fig. 30). Gli operatori professionali censiti in dicembre da Consensus Economics prevedono per il 2016 un recupero graduale dell'inflazione. Secondo i sondaggi svolti in dicembre dall'Istat, nei giudizi delle famiglie l'inflazione si manterrà bassa nel corso del prossimo anno; è rimasta pressoché stabile la quota di consumatori che si attende un calo dei prezzi (3,8 per cento, da 4,0 in novembre). Il saldo tra la quota di imprese manifatturiere che prevede un rialzo dei prezzi di vendita dei propri prodotti e quella che ne prefigura una riduzione è diminuito nella media del quarto trimestre rispetto al periodo precedente.

Figura 30



(1) Media robusta delle risposte al quesito sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei prossimi 12 mesi, nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2015, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 1, 2016.

2.7 LE BANCHE

In autunno la crescita dei finanziamenti al settore privato non finanziario si è rafforzata. È proseguito l'allentamento dei criteri di offerta; il costo dei prestiti erogati a famiglie e imprese si colloca su livelli storicamente molto contenuti, beneficiando delle misure espansive adottate dalla BCE. Il graduale miglioramento dell'attività economica si sta riflettendo favorevolmente sulla qualità del credito, sulla redditività e sulla patrimonializzazione delle banche.

**La crescita del credito
al settore privato
non finanziario
si è rafforzata**

Nei tre mesi terminanti in novembre la crescita del credito al settore privato non finanziario è aumentata (all'1,5 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; fig. 31.a). Per la prima volta dalla fine del 2011 la variazione congiunturale dei prestiti alle imprese si è portata su livelli significativamente positivi (1,5 per cento). Hanno accelerato anche i prestiti alle famiglie; la dinamica dei mutui per

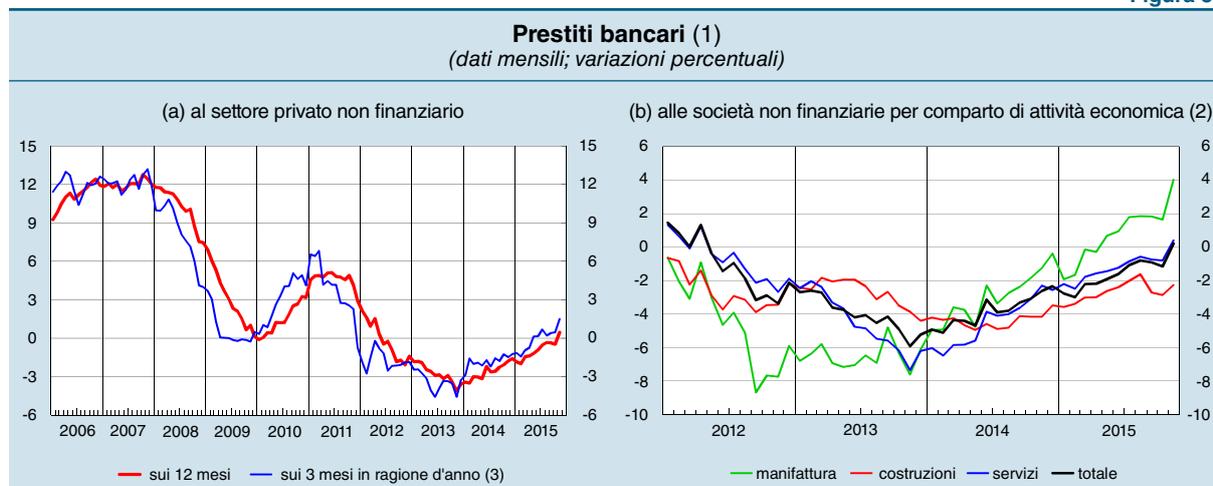
l'acquisto di abitazioni è tornata positiva dall'estate, sospinta dal basso livello dei tassi di interesse.

**Ripartono i prestiti
alle imprese,
ma con ampi divari**

I prestiti alle imprese sono in ripresa, ma con un andamento differenziato fra settori di attività e per classe dimensionale (cfr. il riquadro: *Il recente andamento del credito alle imprese per settore di attività economica*). La crescita dei finanziamenti alle aziende manifatturiere, che risulta diffusa fra le categorie merceologiche, si è rafforzata (4,0

per cento sui dodici mesi in novembre, da 1,9; fig. 31.b) (2); la variazione dei prestiti al settore dei servizi è tornata lievemente positiva, seppure frenata dalla contrazione dei finanziamenti alle aziende collegate al comparto immobiliare. Il credito ha continuato a contrarsi nel settore delle costruzioni (-2,3 per cento) e in quello dell'industria non manifatturiera. Si mantiene elevato il divario nell'andamento dei prestiti fra le imprese con 20 addetti e oltre e quelle di minore dimensione (0,7 e -2,1 per cento, rispettivamente). È ulteriormente aumentata la dinamica del credito alle aziende che non presentano debiti deteriorati.

(2) Le variazioni sui dodici mesi terminanti in novembre di prestiti e depositi bancari potrebbero riflettere gli effetti della diversa scadenza fiscale per i versamenti in autotassazione, fissata nel 2015 al 30 novembre e nel 2014 al 1° dicembre.



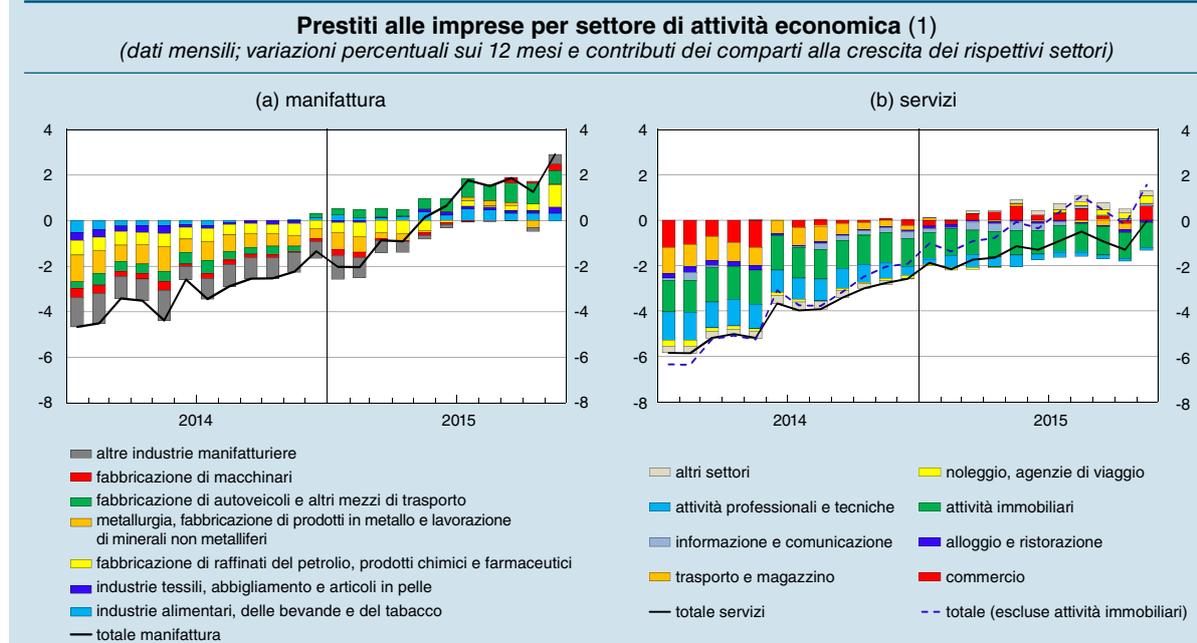
Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Variazioni sui 12 mesi; per i comparti, i dati non sono corretti per le variazioni del cambio e, fino a dicembre 2013, per gli aggiustamenti di valore. – (3) I dati sono depurati dalla componente stagionale.

IL RECENTE ANDAMENTO DEL CREDITO ALLE IMPRESE PER SETTORE DI ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel corso del 2015 in Italia la flessione del credito alle società non finanziarie si è progressivamente attenuata, beneficiando del rafforzamento dell'attività economica e delle più distese condizioni di offerta praticate dalle banche. Il miglioramento è stato più accentuato nel settore manifatturiero, dove la dinamica dei prestiti è tornata positiva da maggio e, in misura minore, nel settore dei servizi,

Figura A



Fonte: Centrale dei rischi.

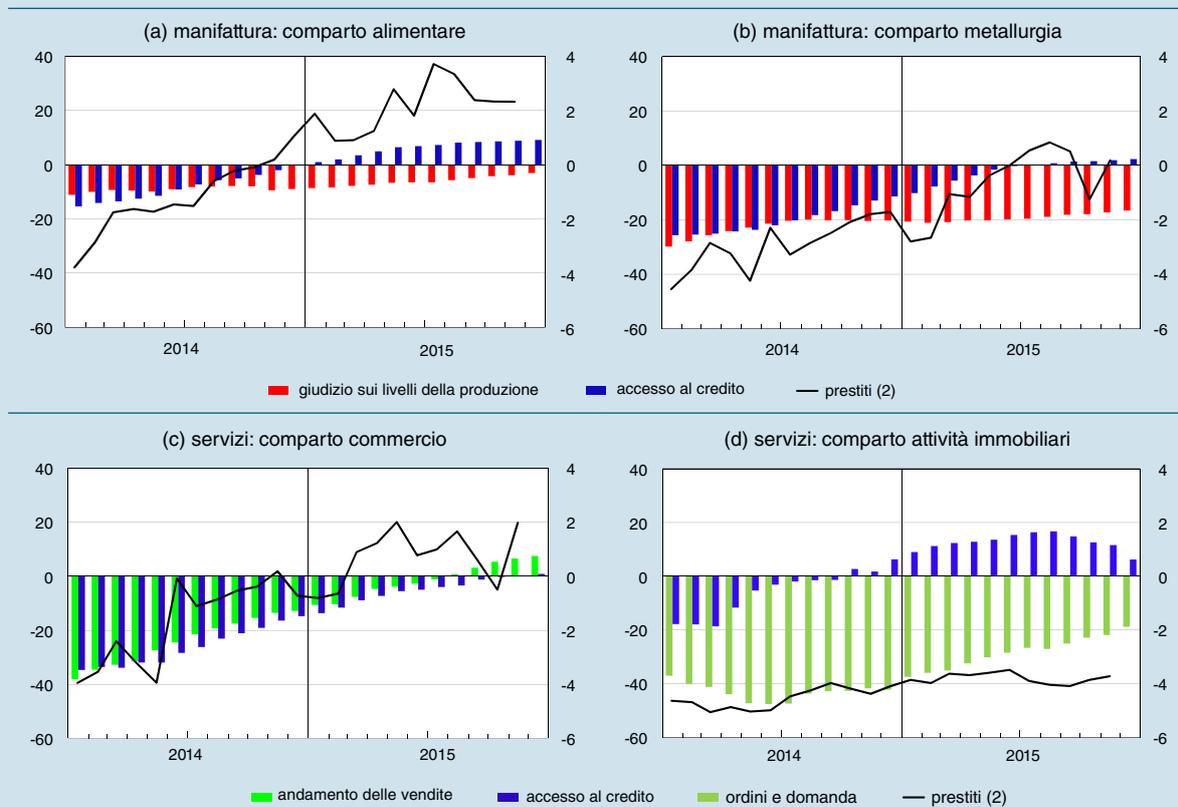
(1) Prestiti erogati a società non finanziarie da banche e da altre società finanziarie.

nel quale la contrazione del credito si è sostanzialmente annullata nei mesi estivi. La flessione, pur attenuandosi, è rimasta invece marcata nel comparto delle costruzioni.

La ripresa del credito alle aziende manifatturiere, dopo aver inizialmente interessato in via esclusiva quelle alimentari e di fabbricazione di mezzi di trasporto, dalla scorsa primavera si è progressivamente estesa a tutte le categorie merceologiche (1) (figura A). Nel settore dei servizi (2) l'andamento dei prestiti risente in modo marcato della contrazione dei finanziamenti alle imprese appartenenti al comparto delle attività immobiliari (3); variazioni positive del credito si registrano invece per altri comparti rilevanti, tra i quali il commercio. Escludendo le imprese operanti nel comparto immobiliare, i prestiti alle aziende di servizi erano già tornati a crescere dallo scorso luglio.

Figura B

Andamento dei prestiti alle imprese manifatturiere e di servizi e giudizi delle imprese per comparto di attività economica (1)
(variazioni percentuali sui 12 dodici mesi e percentuali nette)



Fonte: Centrale dei rischi e Istat, Indagini sul clima di fiducia delle imprese manifatturiere e dei servizi.

(1) Il giudizio sui livelli della produzione (ordini e domanda per le aziende dei servizi, andamento delle vendite per il commercio) e l'indicatore sull'accesso al credito di fonte Istat sono calcolati come differenza tra la percentuale di imprese che registrano andamenti più favorevoli rispetto al trimestre precedente e la percentuale di quelle che indicano un peggioramento (medie mobili sui 12 mesi). – (2) Scala di destra.

- (1) Il settore della manifattura assorbe oltre un quarto del totale dei prestiti alle società non finanziarie; la quota più rilevante di prestiti (oltre il 60 per cento) riguarda le imprese dei comparti metallurgico, alimentare, tessile e di fabbricazione dei macchinari.
- (2) I prestiti erogati alle aziende di servizi sono pari a circa la metà del totale dei finanziamenti alle imprese; all'interno del settore, la quota prevalente di prestiti risulta in capo al comparto del commercio e a quello delle attività immobiliari (32 e 29 per cento, rispettivamente).
- (3) In questo riquadro il termine "comparto" viene utilizzato per indicare i diversi sottoinsiemi che compongono i settori di attività economica e si riferisce a un'aggregazione di divisioni (due cifre) della classificazione Ateco 2007. Il comparto delle attività immobiliari è costituito da aziende che si occupano di compravendita, affitto e gestione di beni immobili di proprietà o per conto terzi.

Secondo le informazioni contenute nell'indagine condotta mensilmente dall'Istat sul clima di fiducia delle imprese, per quelle manifatturiere la ripresa dei finanziamenti avrebbe beneficiato del graduale miglioramento dell'offerta di credito, esteso a tutti i comparti del settore; i giudizi sui livelli della produzione mostrano invece un quadro ancora eterogeneo tra le diverse categorie merceologiche (figura B).

Nei servizi il marcato calo del credito nel comparto delle attività immobiliari sarebbe in larga parte dovuto alla persistente debolezza del settore, anche se un miglioramento delle condizioni di offerta si è osservato a partire dall'inizio di quest'anno; per le aziende del commercio la moderata espansione del credito si è invece accompagnata nel corso del 2015 sia alla progressiva attenuazione delle restrizioni dell'offerta, sia a giudizi più favorevoli sulle vendite.

L'andamento ancora fortemente negativo dei prestiti nel settore delle costruzioni rifletterebbe da un lato le perduranti difficoltà in cui versa il settore stesso, dall'altro politiche di offerta ancora molto prudenti da parte degli intermediari, verosimilmente connesse anche con l'elevata quota di crediti anomali sul totale dei finanziamenti, pari a circa il 50 per cento.

Tavola 6

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	Agosto 2015	Novembre 2015	Agosto 2015	Novembre 2015
Attività				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.818	1.831	0,2	0,6
<i>di cui:</i> a imprese (5)	801	804	-0,8	0,2
a famiglie (6)	608	620	0,3	0,8
Attività verso controparti centrali (7)	90	96	6,6	1,1
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (8)	530	532	-1,8	-3,8
<i>di cui:</i> titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	413	416	1,0	-2,1
Attività verso l'Eurosistema (9)	25	20	141,1	63,4
Attività sull'estero (10)	342	337	13,1	7,3
Altre attività (11)	1.140	1.149	-6,7	-6,6
Totale attivo	3.945	3.966	-0,7	-1,5
Passività				
Depositi di residenti in Italia (4) (12) (13)	1.364	1.371	3,9	2,8
Depositi di non residenti (10)	328	319	4,3	0,1
Passività verso controparti centrali (7)	158	144	27,6	10,6
Obbligazioni (13)	419	410	-13,6	-13,4
Passività verso l'Eurosistema (9)	158	154	-3,4	-11,7
Passività connesse con operazioni di cessione di crediti	125	122	-8,8	-12,0
Capitale e riserve	443	450	5,2	5,4
Altre passività (14)	950	995	-6,4	-3,3
Totale passivo	3.945	3.966	-0,7	-1,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 2015 sono provvisori. – (2) Miliardi di euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (4) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (5) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (6) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici, le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (7) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (8) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (9) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, tavv. 1.4a e 1.4b. – (10) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (11) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (12) Esclude le passività connesse con le operazioni di cessione di crediti. – (13) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (14) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi da IFM residenti; quote di fondi comuni monetari; derivati; altre voci di minore entità.

La raccolta complessiva delle banche italiane tra agosto e novembre si è ridotta (tav. 6) in seguito al calo delle obbligazioni e delle altre forme di raccolta all'ingrosso, che ha in parte rispecchiato la soddisfacente posizione di liquidità degli intermediari. I depositi dei residenti sono invece lievemente aumentati.

Le condizioni di offerta continuano a migliorare

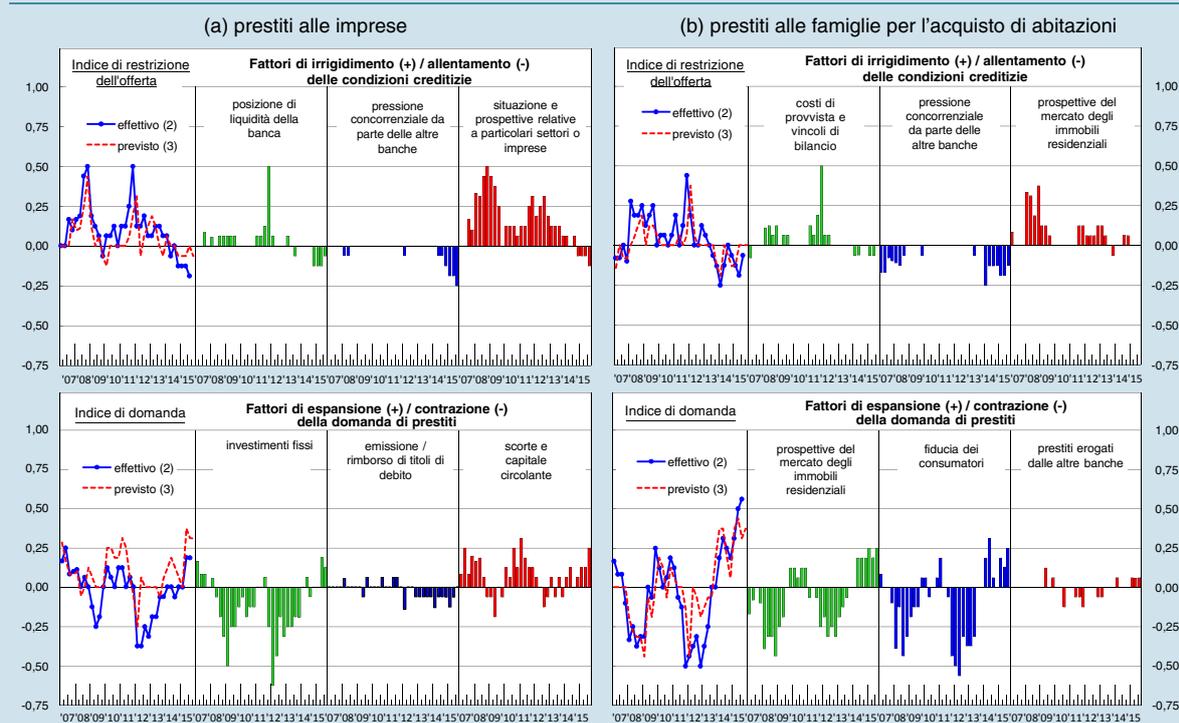
Le banche intervistate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato, per il terzo trimestre del 2015, un ulteriore allentamento delle politiche creditizie (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Sulla base dei sondaggi condotti presso le imprese in dicembre, l'allentamento è proseguito nel quarto trimestre, in particolare nel settore della manifattura.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO

Secondo quanto indicato dalle banche italiane intervistate in settembre nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2015 è proseguito l'allentamento dei criteri di offerta dei prestiti alle imprese e dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (figura A) (1). In entrambi i casi il miglioramento ha riflesso soprattutto la pressione concorrenziale tra le banche; con riferimento alle aziende, è stato inoltre connesso sia con

Figura A

Condizioni dell'offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*).

(1) Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. – (2) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. – (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente.

(1) All'indagine, terminata il 30 settembre, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani. I risultati per l'Italia sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int; gli esiti della rilevazione relativa al quarto trimestre del 2015 saranno pubblicati il prossimo 19 gennaio.

il minore rischio percepito, relativamente a particolari settori o imprese, sia con i più contenuti costi di provvista e con i ridotti vincoli di bilancio degli intermediari.

L'allentamento dei criteri di offerta si è tradotto prevalentemente in un'ulteriore riduzione dei margini di interesse; per le aziende, gli intermediari hanno inoltre indicato un moderato aumento dell'ammontare del credito erogato e un lieve allungamento delle scadenze.

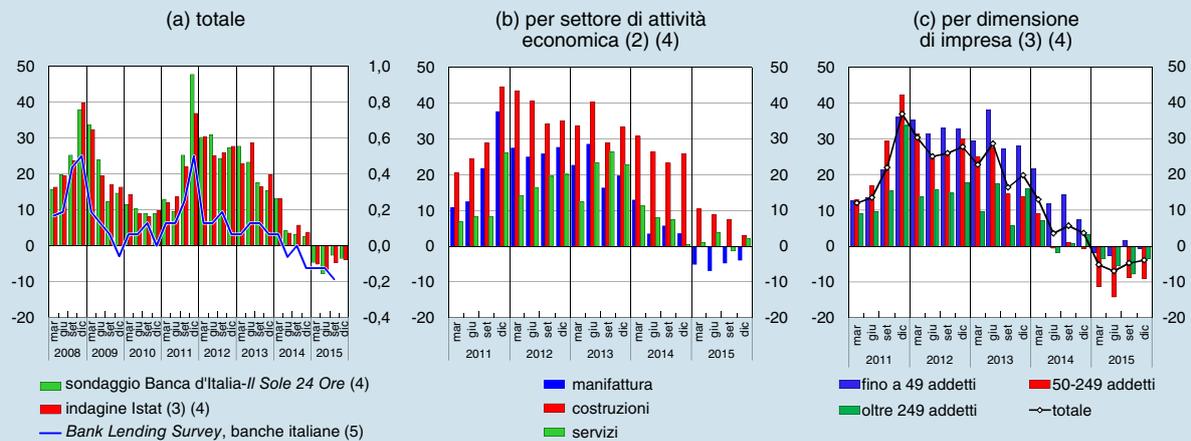
In base a quanto dichiarato dalle banche intervistate, è proseguita l'espansione della domanda di prestiti da parte delle imprese, sostenuta dal basso livello dei tassi di interesse e dal maggiore fabbisogno per investimenti fissi, scorte e capitale circolante. Si è ulteriormente rafforzata anche la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni, sospinta principalmente da tassi di interesse molto contenuti, nonché dal miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare e dalla fiducia dei consumatori.

Nelle risposte ai quesiti specifici riferiti agli effetti del programma di acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema (2) le banche indicano che la liquidità fornita mediante questi interventi è stata utilizzata principalmente per erogare finanziamenti alle imprese e, in misura minore, alle famiglie. Il programma avrebbe inoltre favorito un lieve allentamento dei criteri di offerta dei prestiti e un miglioramento dei termini e delle condizioni applicati alle aziende. L'impatto del programma sulla redditività delle banche sarebbe stato nel complesso lievemente positivo, a seguito in particolare delle plusvalenze derivanti dalla vendita delle attività negoziabili.

I risultati dei sondaggi condotti presso le imprese, disponibili per l'ultimo trimestre dell'anno, segnalano un ulteriore miglioramento delle condizioni di accesso al credito, che restano tuttavia ancora differenziate tra settori di attività economica e classi dimensionali.

Figura B

Condizioni di accesso al credito delle imprese (1)



(1) Il sondaggio Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore è condotto su un campione di imprese medio-grandi (con almeno 50 addetti) appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi; le indagini Istat sulla fiducia delle imprese sono condotte su campioni di imprese appartenenti ai settori manifatturiero, dei servizi (con esclusione del commercio) e delle costruzioni. I dati per l'indagine Istat sono tratti dalla rilevazione di fine trimestre; a giugno 2013 sono state introdotte alcune innovazioni metodologiche, riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione, che rendono non direttamente confrontabile il dato con quello dei periodi precedenti. Per la Bank Lending Survey cfr. figura A. – (2) Istat, Indagini sulla fiducia delle imprese. – (3) Istat, Indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere. – (4) Percentuale netta di imprese che riportano difficoltà di accesso al credito. La percentuale netta è calcolata come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e la percentuale di quelle indicanti un miglioramento. – (5) Scala di destra.

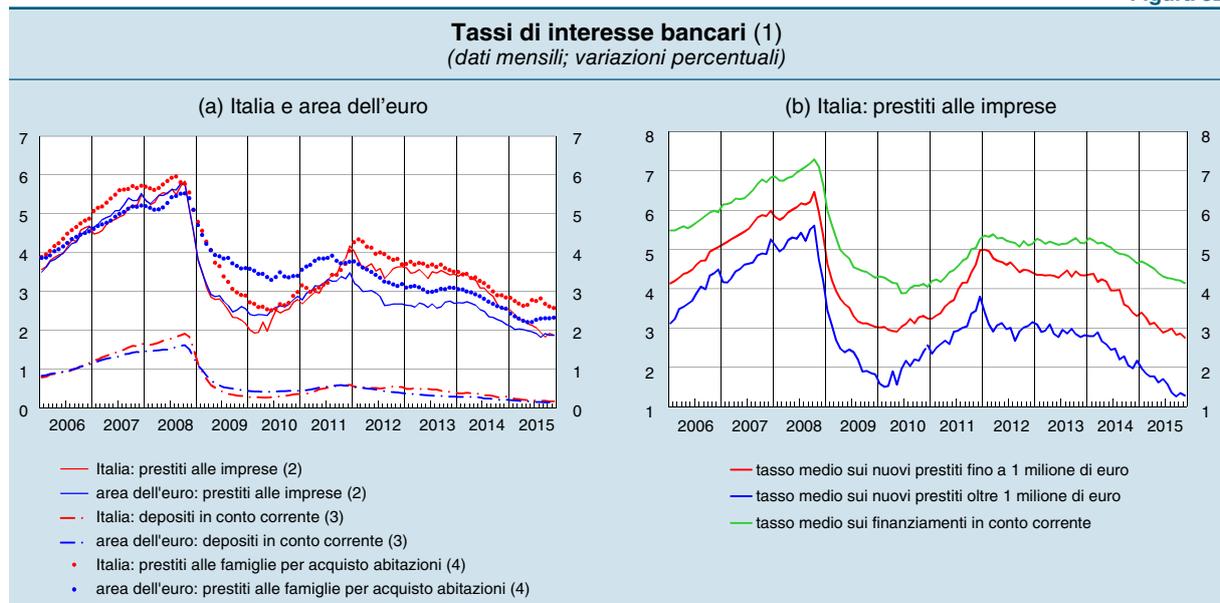
(2) Tali quesiti sono stati posti per la prima volta agli intermediari nella rilevazione del marzo 2015; i relativi risultati sono commentati in *Bollettino economico*, 2, 2015.

Sulla base dell'indagine sul clima di fiducia delle imprese condotta in dicembre dall'Istat (che include anche le aziende con meno di 50 addetti), le condizioni di accesso al credito sarebbero moderatamente migliorate per le imprese manifatturiere – soprattutto per quelle di maggiore dimensione – a fronte di una lieve restrizione per quelle operanti nelle costruzioni e nei servizi (figura B). Con riferimento al settore manifatturiero e a quello delle costruzioni, analoghe indicazioni provengono dall'indagine condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso un campione di aziende medio-grandi (almeno 50 addetti).

Il costo medio dei nuovi prestiti si colloca su livelli storicamente molto contenuti

Tra agosto e novembre il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese è rimasto pressoché stabile all'1,9 per cento, un livello storicamente molto contenuto (fig. 32). Il differenziale rispetto al corrispondente tasso medio nell'area dell'euro si è annullato (era pari a circa 100 punti base alla fine del 2012), attestandosi su valori lievemente negativi per gli affidamenti di importo superiore a un milione di euro. Resta elevata la dispersione delle condizioni applicate a diversi tipi di prenditori, pur se in riduzione dai livelli raggiunti durante la crisi globale; in Italia è ancora ampio il divario tra il costo dei prestiti di importo inferiore al milione di euro e quello dei finanziamenti di maggiore entità (circa 150 punti base, a fronte di 120 nell'area dell'euro). Il costo dei nuovi mutui alle famiglie è sceso di due decimi, al 2,6 per cento; il differenziale con la media dell'area si è ridotto a meno di 30 punti base.

Figura 32



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Valori medi. I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosystema. – (2) Tasso sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. – (4) Tasso sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

Il rapporto tra nuove sofferenze e prestiti è diminuito

In seguito al graduale miglioramento dell'attività economica, nel terzo trimestre il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto ai finanziamenti in essere (3), al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è diminuito al 3,6 per cento, dal 3,8 del trimestre precedente (per le imprese, al 5,4 per cento, dal 6,1). Il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti in essere si è ridotto in maniera più marcata (al 2,4 per cento, dal 2,9), in particolare per le imprese (-0,8 punti percentuali, al 3,7), soprattutto nel settore delle costruzioni (-2,0

(3) Flusso trimestrale di prestiti deteriorati (esposizioni scadute o sconfinanti, altri crediti deteriorati e sofferenze) in rapporto alle consistenze dei prestiti in bonis alla fine del trimestre precedente.

punti percentuali, al 7,5). Il miglioramento dovrebbe proseguire nel 2016, sia per le imprese sia per le famiglie, per effetto del previsto rafforzamento della ripresa ciclica (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015).

Migliora la redditività dei maggiori gruppi bancari...

Secondo le relazioni trimestrali consolidate, nei primi nove mesi del 2015 la redditività dei cinque maggiori gruppi bancari, sebbene ancora bassa, è aumentata rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente: il rendimento del capitale e delle riserve, espresso su base annua, si è attestato al 5,5 per cento (dal 2,5). Il miglioramento è riconducibile in prevalenza alla crescita dei ricavi da commissioni (7,5 per cento), connessi soprattutto con l'attività di gestione del risparmio, e al calo delle rettifiche di valore su crediti (-24,0 per cento). Il margine di intermediazione è lievemente aumentato (1,8 per cento), i costi operativi sono rimasti pressoché stabili; il cost-income ratio si è di conseguenza ridotto (dal 63,0 al 62,2 per cento). Il risultato di gestione è cresciuto (4,1 per cento).

...e il patrimonio del sistema bancario si rafforza

Il rafforzamento patrimoniale prosegue. Alla fine di settembre il capitale di migliore qualità (common equity tier 1, CET1) e il totale dei fondi propri (total capital) del sistema bancario erano in media pari, rispettivamente, al 12,3 e al 15,1 per cento delle attività ponderate per il rischio, in lieve aumento rispetto alla fine di giugno.

È stata data soluzione alla crisi di quattro banche di piccola e media dimensione

Il 22 novembre 2015 il Governo e la Banca d'Italia, in stretta collaborazione tra loro, hanno dato soluzione alla crisi di quattro banche di piccola e media dimensione in amministrazione straordinaria, aventi nel complesso una quota del mercato nazionale dell'1 per cento circa in termini di depositi. Le misure adottate hanno assicurato la continuità operativa e il risanamento delle quattro banche nonché il mantenimento dei rapporti di lavoro nell'interesse dell'economia dei territori in cui gli istituti operano, tutelando pienamente i risparmi di famiglie e imprese detenuti nella forma di depositi e obbligazioni ordinarie. Le perdite accumulate nel tempo da tali banche sono state assorbite in prima battuta dalle azioni e dalle obbligazioni subordinate, come richiesto quale preconditione per la soluzione ordinata delle crisi bancarie dalle norme europee, recepite nell'ordinamento italiano con il decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180 (4).

2.8 IL MERCATO FINANZIARIO

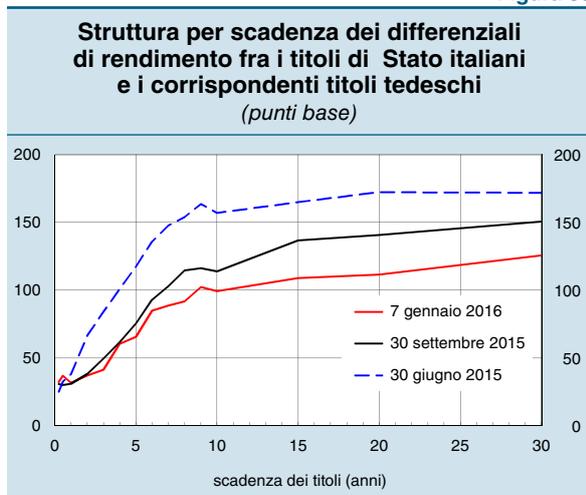
Dopo le turbolenze dei mesi estivi, nel quarto trimestre le condizioni dei mercati finanziari italiani sono tornate a distendersi, anche grazie al rafforzamento dell'intonazione espansiva della politica monetaria unica. Dall'inizio di dicembre i corsi azionari hanno però risentito delle nuove tensioni sui mercati finanziari globali.

Sono diminuiti i premi per il rischio sovrano...

In autunno i rendimenti sui titoli di Stato si sono ridotti, sebbene in misura lieve, su tutte le scadenze. All'ulteriore diminuzione del differenziale di rendimento fra il titolo decennale italiano e quello tedesco ha contribuito il consolidarsi delle attese di rafforzamento del piano di acquisto di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema. Il differenziale è diminuito di 20 punti base, attestandosi all'inizio di gennaio attorno a un punto percentuale (fig. 33).

(4) Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Informazioni sulla soluzione delle crisi di quattro banche in amministrazione straordinaria, Decreto salva-banche: risposte alle dieci domande dei risparmiatori* e C. Barbagallo, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, testimonianza presso la Camera dei Deputati, Roma, 9 dicembre 2015.

Figura 33



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

...così come quelli delle banche

Gli spread sui credit default swap delle maggiori banche italiane sono scesi in media di circa 15 punti base; non hanno risentito in misura apprezzabile dei provvedimenti adottati alla fine di novembre per risolvere la crisi di quattro istituti di credito di piccola e media dimensione. La riduzione dei premi per il rischio di credito delle società non finanziarie italiane è stata pressoché di pari entità (17 punti base).

Sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni bancarie

Nei mesi estivi le banche hanno continuato a effettuare rimborsi netti di obbligazioni sia in Italia sia nell'area dell'euro (27 e 60 miliardi, rispettivamente; tav. 7). Nel quarto trimestre, sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti effettuati dalle banche italiane sarebbero diminuiti (a 6 miliardi, da 8 nel trimestre precedente).

I corsi azionari sono diminuiti

Dopo aver recuperato buona parte delle perdite registrate durante l'estate, i corsi azionari sono tornati a flettere alla fine del 2015 e in gennaio, risentendo delle tensioni sui mercati finanziari globali (cfr. il par. 1.3). Dall'inizio di ottobre l'indice della borsa italiana è diminuito del 2 per cento (a fronte di un incremento del 3 per quello relativo all'area dell'euro; fig. 34). Nel complesso del 2015 il listino italiano ha nondimeno registrato la crescita più significativa rispetto a quelli dei principali paesi dell'area.

Tavola 7

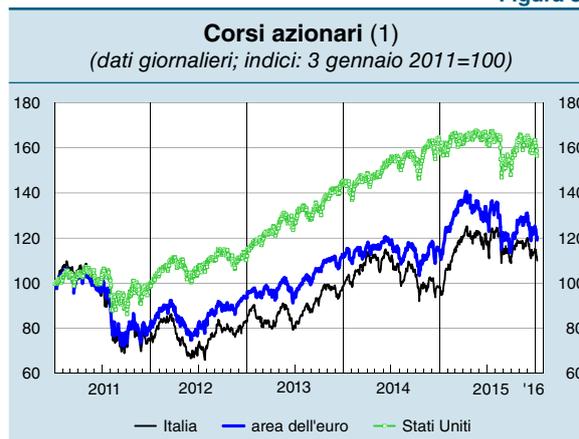
Emissioni nette di obbligazioni (1)
(miliardi di euro)

PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia (2)				
2013	-80,3	-17,1	22,8	-74,5
2014	-153,0	-17,1	3,9	-166,2
2014 - 1° trim.	-48,5	-8,6	3,3	-53,8
2° trim.	-28,3	1,8	-1,5	-28,0
3° trim.	-37,6	-6,9	2,9	-41,7
4° trim.	-38,7	-3,4	-0,8	-42,8
2015 - 1° trim.	-42,0	-5,8	1,7	-46,1
2° trim.	-26,4	-5,1	-3,6	-35,1
3° trim.	-26,7	0,0	1,2	-25,5
Area dell'euro				
2013	-377,9	-73,4	81,1	-370,2
2014	-387,6	21,4	56,1	-310,1
2014 - 1° trim.	-116,7	-27,2	19,4	-124,5
2° trim.	-70,5	69,9	18,0	17,5
3° trim.	-80,7	-4,3	13,2	-71,7
4° trim.	-119,7	-17,0	5,4	-131,4
2015 - 1° trim.	-73,3	68,9	18,2	13,8
2° trim.	-70,6	10,5	0,7	-59,4
3° trim.	-60,4	45,9	17,2	2,8

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area dell'euro (pannello inferiore) e appartenenti al settore indicato. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. - (2) I dati sulle emissioni nette di obbligazioni in Italia differiscono da quelli pubblicati fino a ottobre 2014 per effetto dell'adozione dei nuovi standard contabili previsti dal SEC 2010.

Figura 34



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice: FTSE Italia MIB storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Gli afflussi netti di risparmio verso i fondi comuni si sono ridotti

Secondo i dati di fonte Assogestioni, nel terzo trimestre gli afflussi netti di risparmio verso i fondi comuni aperti di diritto italiano ed estero, che erano stati cospicui in primavera, si sono ridotti a 16 miliardi. La diminuzione è ascrivibile soprattutto al comparto obbligazionario.

2.9 LA FINANZA PUBBLICA

Sulla base di informazioni preliminari, si può valutare che nel 2015 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dovrebbe essere diminuito rispetto al 3 per cento del prodotto del 2014, a un valore prossimo alla stima contenuta nei documenti programmatici pubblicati dal Governo lo scorso autunno (2,6 per cento del PIL). Le previsioni ufficiali indicano che nel 2016 l'indebitamento netto scenderebbe ulteriormente, al 2,4 per cento del prodotto; tuttavia in termini strutturali il disavanzo aumenterebbe di circa mezzo punto percentuale. La compatibilità della posizione di bilancio dell'Italia con le regole europee sarà oggetto di valutazione da parte della Commissione europea nei prossimi mesi.

I dati di cassa sono coerenti con una riduzione dell'indebitamento netto nel 2015

Il fabbisogno del settore statale è diminuito nel 2015 di circa 15 miliardi in confronto all'anno precedente, a 60,0 miliardi (fig. 35).

Nei primi undici mesi del 2015 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è stato pari a 59,7 miliardi, 14,3 in meno rispetto al corrispondente periodo del 2014. Escludendo sia gli effetti delle operazioni finanziarie che non incidono sull'indebitamento netto, sia quelli dei provvedimenti sul pagamento dei debiti pregressi delle Amministrazioni pubbliche, la riduzione risulta più contenuta. Nel complesso questi dati di cassa sono coerenti con un indebitamento netto in riduzione rispetto al 3 per cento del prodotto del 2014, a un valore prossimo a quanto previsto dal Governo (2,6 per cento del PIL; tav. 8).

In base alle stime diffuse dall'Istat, nei primi nove mesi dello scorso anno l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato pari al 2,9 per cento del prodotto, contro il 3,3 nel corrispondente periodo del 2014 (tav. 9). Il miglioramento è dovuto alla dinamica delle entrate (0,8 per cento), connessa con l'aumento delle imposte dirette (1,9 per cento), di quelle indirette (1,1 per cento) e dei contributi sociali (1,2 per cento), nonché alla minore spesa per interessi. La spesa primaria è aumentata, riflettendo principalmente l'incremento delle prestazioni sociali in denaro per il credito di imposta a favore dei lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi (nel 2014 erogato dal mese di maggio).

Nel 2015 il rapporto tra debito e PIL sarebbe aumentato marginalmente

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 2.211,9 miliardi, in aumento di 50,8 miliardi rispetto al corrispondente periodo del 2014. Dato il forte calo delle disponibilità liquide del Tesoro in dicembre e tenuto conto del presumibile avanzo di cassa delle Amministrazioni pubbliche

Figura 35



Fonte: Ministero dell'Economia e delle finanze, per il settore statale.
(1) Al netto delle dismissioni mobiliari. – (2) Sono escluse le passività connesse con i prestiti in favore di Stati membri della UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e con il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM). – (3) Sono escluse le passività connesse con i prestiti bilaterali in favore di Stati membri della UEM e con il contributo al capitale dell'ESM; i prestiti erogati attraverso l'EFSF non sono contabilizzati nel fabbisogno del settore statale.

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali aggregati delle Amministrazioni pubbliche (1)
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2013	2014	2015	2016
Indebitamento netto	47,3	49,0	....	....
in % del PIL (2)	2,9	3,0	2,6	2,4
Avanzo primario	30,6	26,0	....	....
in % del PIL	1,9	1,6	1,7	....
Spesa per interessi	77,9	75,0	....	....
in % del PIL	4,8	4,6	4,3	4,2
Debito	2.069,7	2.135,9	....	....
in % del PIL (3)	128,8	132,3	132,8	131,4

Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche del 2013-14; Ministero dell'Economia e delle finanze, *Documento programmatico di bilancio 2016*, per il 2015 nonché per la spesa per interessi e per il debito del 2016; elaborazioni su dati della *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015*, del *Documento programmatico di bilancio 2016* e della legge di stabilità per il 2016 per l'indebitamento netto del 2016.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Il valore riferito al 2016 tiene conto dell'impatto complessivo della legge di stabilità per il 2016 approvata dal Parlamento (cfr. nota 6 di questo capitolo). – (3) Il valore riferito al 2016 è quello indicato nel *Documento programmatico di bilancio 2016*, pubblicato prima dell'approvazione della legge di stabilità per il 2016 da parte del Parlamento.

nello stesso mese, si può valutare che alla fine del 2015 il rapporto tra il debito e il prodotto sia marginalmente aumentato in confronto all'anno precedente (quando era risultato pari al 132,3 per cento del PIL). Secondo le previsioni del Governo, il rapporto tra il debito e il prodotto inizierà a diminuire nel 2016.

In autunno il Governo ha chiesto ulteriori margini di flessibilità

In luglio, a conclusione del semestre europeo, il Consiglio della UE aveva chiesto all'Italia un miglioramento

per il 2016 del saldo strutturale di 0,1 punti percentuali del PIL, riconoscendo il margine di flessibilità di 0,4 punti invocato dal Governo a fronte delle riforme strutturali. In autunno l'esecutivo ha richiesto ulteriori margini di flessibilità, per 0,4 punti del prodotto, derivanti principalmente dalla clausola sugli investimenti. I più recenti programmi ufficiali prefigurano pertanto per l'anno in corso un peggioramento del saldo strutturale. In novembre la Commissione europea ha segnalato l'esistenza di rischi di mancato rispetto delle regole, pur ritenendo che possano sussistere le condizioni per concedere ulteriore flessibilità; ha annunciato che la posizione del Paese sarà valutata nei prossimi mesi. L'Eurogruppo ha condiviso il parere della Commissione.

Il Parlamento ha approvato la legge di stabilità per il 2016

Lo scorso 22 dicembre il Parlamento ha approvato la legge di stabilità per il 2016. Per l'anno in corso

la manovra di bilancio riduce le entrate di 18,0 miliardi e le spese di 0,4 miliardi, determinando un ampliamento dell'indebitamento netto di 17,6 miliardi (1,1 per cento del PIL; tav. 10)

Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro; variazioni percentuali e percentuali del PIL)

VOCI	9 mesi			
	2014	2015	Variazioni sui 9 mesi corrispondenti	
			2014	2015
TOTALE SPESE	582.676	583.522	0,1	0,1
Spese correnti al netto degli interessi	485.105	491.047	0,6	1,2
di cui: redditi da lavoro dipendente	113.214	112.456	-0,6	-0,7
consumi intermedi	64.106	64.832	-0,6	1,1
prestazioni sociali in denaro	229.402	234.177	2,3	2,1
Interessi passivi	55.357	51.192	-3,3	-7,5
Spese in c/capitale	42.214	41.283	-1,2	-2,2
di cui: investimenti fissi lordi	25.590	25.596	-10,2	0,0
TOTALE ENTRATE	543.659	548.079	0,7	0,8
Entrate correnti	540.796	545.964	1,1	1,0
di cui: imposte dirette	156.260	159.186	-0,6	1,9
imposte indirette	182.587	184.516	3,4	1,1
contributi sociali	150.275	152.093	0,3	1,2
Entrate in c/capitale	2.863	2.115	-41,2	-26,1
di cui: imposte in c/capitale	913	649	-66,6	-28,9
INDEBITAMENTO NETTO	39.017	35.443		
in % del PIL	3,3	2,9		
Saldo primario	16.340	15.749		
in % del PIL	1,4	1,3		

Fonte: Istat, *Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche*.

**Effetti delle misure incluse nella legge di stabilità per il 2016 sul conto economico delle
Amministrazioni pubbliche (1)**
(milioni di euro)

VOCI	2016	2017	2018
REPERIMENTO RISORSE	12.687	9.973	11.413
Maggiori entrate (A)	4.778	1.524	1.561
Voluntary disclosure	2.000	0	0
Riduzione fondo per la riduzione della pressione fiscale	810	413	411
Aumento del prelievo in materia di giochi	771	771	771
Introiti da gare per concessione di giochi	508	0	0
Rivalutazioni terreni, partecipazioni e beni di impresa	369	130	130
Riduzione fondo contrattazione II livello	321	210	249
Minori spese (B)	-7.909	-8.449	-9.853
Spese in conto corrente	-4.711	-6.643	-7.896
Regioni	-1.850	-4.993	-6.131
Sanità (finanziamento FSN)	-1.783	0	0
Amministrazioni centrali	-920	-895	-919
contenimento costo del personale (turnover e trattamento accessorio)	-114	-227	-389
interventi in materia di pensioni	-44	-528	-457
Spese in conto capitale	-3.198	-1.806	-1.957
USO DELLE RISORSE	30.312	29.109	27.522
Minori entrate (C)	-22.763	-23.959	-23.330
Riduzione clausole di salvaguardia (leggi di stabilità 2014-15)	-16.814	-11.088	-9.394
Tasi - esenzione abitazione principale e inquilini	-3.591	-3.591	-3.591
Imu - esenzione terreni agricoli, macchinari fissati al suolo e altro (inclusi effetti indotti sulle imposte sui redditi)	-1.037	-876	-942
Riduzione aliquota Ires	0	-2.978	-3.970
Proroga sgravi contributivi per contratti a tempo indeterminato (effetto netto)	-834	-1.544	-988
Detassazione premi di produttività e welfare aziendale	-438	-594	-589
Maggiorazione ammortamenti beni materiali strumentali	-170	-943	-1.258
Modifiche regime fiscale agevolato contribuenti minimi (effetto netto)	283	-512	-293
Ecobonus e detrazioni (effetto netto)	24	-460	-968
IRAP - abolizione per imprese agricole e della pesca	-167	-196	-196
Altre entrate nette (inclusi effetti indotti da provvedimenti di spesa)	-19	-1.178	-1.141
Maggiori spese (D)	7.549	5.150	4.193
Spese in conto corrente	4.670	3.811	3.070
misure di contrasto alla povertà e all'esclusione sociale	886	1.316	1.340
sicurezza e bonus forze dell'ordine	711	0	0
riqualificazione urbana e sicurezza delle periferie	500	0	0
contributo alle Province e Città metropolitane	495	470	470
Fondo per le esigenze indifferibili	487	658	-1
rinnovi contrattuali	300	300	300
interventi settoriali per nuove assunzioni (università, sanità, magistratura, corpo diplomatico)	164	261	305
cultura	390	0	0
altre spese correnti nette	738	806	656
Spese in conto capitale	2.879	1.339	1.123
Enti locali	676	10	10
credito di imposta per gli investimenti nelle regioni meridionali	617	617	617
edilizia scolastica	480	0	0
Fondo per le esigenze indifferibili	145	196	0
sicurezza	270	0	0
altro	691	515	496
Variazione netta entrate (E=A+C)	-17.985	-22.435	-21.769
Variazione netta spese (F=B+D)	-360	-3.299	-5.660
correnti	-41	-2.831	-4.826
in conto capitale	-319	-467	-834
Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)	17.624	19.136	16.109
in percentuale del PIL (2)	1,1	1,1	0,9

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute nell'atto parlamentare relativo alle Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di stabilità 2016; A.S. 2111-B). Gli effetti finanziari della rideterminazione degli stanziamenti delle tabelle allegate alla legge di stabilità (il cui dettaglio è incluso nell'allegato 3 del provvedimento) sono stati allocati tra le maggiori o minori spese (correnti o conto capitale) sulla base del loro impatto (in aumento o diminuzione) come indicato nel citato allegato 3. - (2) PIL nominale programmatico coerente con le informazioni contenute nel Documento programmatico di bilancio 2016.

rispetto al valore a legislazione vigente (1,4 per cento del prodotto) (5); il disavanzo programmatico risulta pertanto pari al 2,4 per cento del PIL. I principali interventi, già presenti nel disegno di legge iniziale, riguardano la cancellazione per il 2016 delle clausole di salvaguardia introdotte dalle leggi di stabilità per il 2014 e per il 2015 (che avrebbero determinato principalmente aumenti delle imposte sui consumi), l'abolizione della tassazione della proprietà dell'abitazione principale e la proroga degli incentivi all'occupazione (6).

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per la crescita e per l'inflazione presentate in questo Bollettino prefigurano un consolidamento della ripresa dell'economia italiana (tav. 11), la cui realizzazione presuppone che a un minore impulso proveniente dagli scambi con l'estero, indotto dal rallentamento dell'economia globale, si sostituisca un maggiore contributo della domanda interna e di quella proveniente dall'area dell'euro. Condizioni affinché ciò si verifichi sono la prosecuzione degli effetti del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, l'intonazione non restrittiva della politica di bilancio, il miglioramento delle condizioni del credito. Restano rischi al ribasso per l'attività economica, provenienti dalle prospettive delle economie emergenti, dalle tensioni geopolitiche e dalla conseguente incertezza delle imprese che potrebbe frenare la propensione all'investimento.

Lo scenario presuppone una graduale ripresa nell'area dell'euro

Nel quadro previsivo, in linea con le valutazioni delle principali istituzioni internazionali, si assume che il commercio mondiale, inde-

bolitosi nel 2015, torni a crescere progressivamente nel prossimo biennio (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche*); tuttavia, a fronte di un rallentamento dei paesi emergenti, la crescita della domanda estera dell'Italia, ponderata per i mercati di destinazione, beneficerebbe soprattutto del consolidamento della ripresa nell'area dell'euro. Il prezzo del greggio, seguendo il profilo implicito nelle quotazioni dei futures negli ultimi dieci giorni, resterebbe su bassi livelli, riflettendo sia la

Tavola 11

Scenario macroeconomico in Italia (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)			
VOCI	2015	2016	2017
PIL (1)	0,7 (1)	1,5	1,4
Consumi delle famiglie	0,9	1,6	1,4
Consumi collettivi	0,4	0,6	-0,3
Investimenti fissi lordi	0,5	2,7	2,2
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	2,1	5,4	3,1
Esportazioni totali	3,8	3,9	5,6
Importazioni totali	5,5	4,7	5,1
Variazione delle scorte (2)	0,4	0,1	0,0
Prezzi al consumo (IPCA)	0,1	0,3	1,2
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,7	0,7	0,9
Occupazione (3)	0,8	0,9	0,9
Tasso di disoccupazione (4)	11,9	11,1	10,7
Competitività all'export (5)	3,9	1,4	0,4
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	2,0	2,1	2,3

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) Variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. Senza considerare questa correzione, che non si applica ai dati annuali, la crescita stimata nel 2015 è pari allo 0,8 per cento. – (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Unità di lavoro. – (4) Medie annue; valori percentuali. – (5) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli); valori positivi indicano guadagni di competitività. – (6) In percentuale del PIL.

(5) Il disegno di legge presentato in ottobre dal Governo prevedeva un ampliamento del disavanzo dello 0,9 per cento del PIL (al 2,2 per cento) e la possibilità di un suo ulteriore aumento di 0,2 punti (al 2,4 per cento) principalmente per anticipare dal 2017 al 2016 la riduzione dell'aliquota dell'Ires. In origine questa possibilità era subordinata alla concessione di un ulteriore margine di flessibilità nel percorso verso il pareggio di bilancio in termini strutturali per i costi derivanti dai flussi migratori. Recependo un emendamento del Governo, la manovra approvata dal Parlamento, rispetto al disegno di legge iniziale, ha destinato l'ampliamento aggiuntivo del disavanzo (dal 2,2 al 2,4 per cento del PIL) a vari interventi riguardanti principalmente il solo 2016 e in larga misura a favore dei comparti della sicurezza e della cultura.

(6) L.F. Signorini, *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2016-18*, testimonianza presso il Senato della Repubblica, Roma, 3 novembre 2015.

debole dinamica delle economie emergenti sia l'atteso aumento dell'offerta da parte dell'Iran, dopo la rimozione delle sanzioni (cfr. il par. 1.1).

LE IPOTESI TECNICHE

Le principali ipotesi poste alla base dello scenario macroeconomico sono le seguenti:

- gli scambi internazionali, dopo aver rallentato all'1,5 per cento nella media del 2015, crescono del 3,5 nel 2016 e del 4,2 nel 2017; l'espansione della domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni è più elevata, di poco meno di 0,5 punti percentuali all'anno, in media, nel prossimo biennio (1);
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari all'1,11 nella media del 2015, è pari all'1,09 nel biennio 2016-17 (2);
- il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a circa 53 dollari al barile nella media del 2015, resta sotto i 40 dollari nella media del 2016 e risale a 46 dollari nel 2017, in linea con le quotazioni dei futures;
- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) rimane pressoché nullo nel prossimo biennio;
- il tasso di interesse sui BTP a dieci anni, pari all'1,7 per cento nel 2015, sale all'1,9 nel 2016 e al 2,2 nel 2017, in linea con le aspettative dei mercati;
- lo scenario tiene conto delle misure di sostegno all'attività economica contenute nell'ultima legge di stabilità (cfr. il par. 2.9) e in quelle precedentemente disposte dal Governo. In particolare sono inclusi: l'eliminazione della Tasi sull'abitazione principale e gli altri sgravi sulla tassazione immobiliare; il sostegno ai redditi medio-bassi; le misure di decontribuzione sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato; la riduzione dell'Ires e dell'IRAP; gli incentivi agli investimenti in beni strumentali.

(1) Le valutazioni sull'attività economica globale e le prospettive per la domanda estera sono coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema e presentato nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015*, aggiornate per tener conto dei più recenti andamenti congiunturali.

(2) Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 12 gennaio.

Tavola

Ipotesi sulle principali variabili esogene (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2015	2016	2017
Commercio internazionale	1,5	3,5	4,2
Domanda estera potenziale	2,0	3,9	4,4
Dollaro/euro (1)	1,11	1,09	1,09
Cambio effettivo nominale (2)	4,6	0,3	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	52,6	39,7	46,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	0,0	-0,2	-0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,1	-0,1	0,1
Tasso BTP a 10 anni (1)	1,7	1,9	2,2

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

...effetti espansivi della politica monetaria...

Si assume che le condizioni sui mercati finanziari e valutari rimangano favorevoli, grazie alle politiche espansive poste in atto dal Consiglio direttivo della BCE. Il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani resterebbe non discosto dai livelli attuali (era pari a circa l'1,5 per cento all'inizio di gennaio); il cambio dell'euro con il dollaro si manterrebbe sulle quotazioni correnti (deprezzate di circa il 13 per cento rispetto all'inizio di novembre del 2014, quando è stato annunciato il programma di acquisto di titoli).

...e condizioni favorevoli del credito

Si ipotizza inoltre che l'orientamento espansivo della politica monetaria e la graduale ripresa dell'attività economica continuino a favorire il miglioramento del

mercato del credito. Il tasso medio sui prestiti alle imprese, inclusi i finanziamenti in conto corrente, sceso di quasi un punto percentuale nel corso del 2015 al 2,7 per cento (dal 3,6 del 2014), si ridurrebbe ulteriormente, fino a toccare il 2,4 per cento nel 2017, anche per effetto di una progressiva minore rischiosità dei prenditori. In questo contesto il prossimo anno i tassi di ingresso in sofferenza per famiglie e imprese si riporterebbero sui livelli osservati prima che la crisi del debito sovrano investisse il Paese. I prestiti alle aziende, in espansione nel trimestre in corso, accelererebbero gradualmente in quelli successivi; il credito alle famiglie continuerebbe a rafforzarsi.

Lo scenario tiene conto delle misure di bilancio

Lo scenario tiene conto degli effetti delle misure di sostegno all'attività economica contenute nell'ultima legge di stabilità (cfr. il par. 2.9) e in quelle precedentemente disposte dal Governo: l'eliminazione della Tasi sull'abitazione principale e gli altri sgravi sulla tassazione immobiliare; il sostegno ai redditi medio-bassi; le misure di decontribuzione sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato; la riduzione dell'Ires e dell'IRAP; gli incentivi agli investimenti in beni strumentali.

Il PIL dell'Italia, cresciuto moderatamente nel 2015, si rafforza nel biennio 2016-17...

Secondo nostre stime, nel 2015 il PIL sarebbe cresciuto dello 0,8 per cento; sulla base dei dati trimestrali, che sono corretti per il numero di giorni lavora-

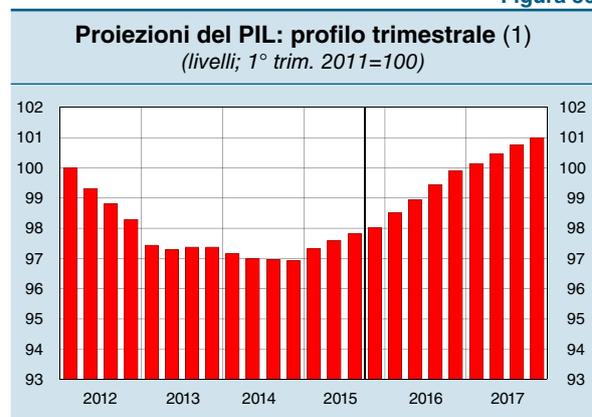
tivi, l'incremento rispetto all'anno precedente sarebbe dello 0,7 per cento (tav. 11). La crescita riflette il contributo delle componenti interne della domanda solo in parte compensato da quello di segno opposto degli scambi con l'estero. Si stima che la ripresa acquisti vigore nel biennio 2016-17 (fig. 36), sospinta principalmente dall'andamento della domanda interna, a fronte di un più graduale rafforzamento degli scambi con l'estero. Nel complesso il prodotto aumenterebbe dell'1,5 per cento nel 2016; la crescita proseguirebbe con intensità simile nel 2017 (fig. 37), malgrado l'esaurirsi degli incentivi agli investimenti disposti dalla legge di stabilità.

...con il contributo delle misure espansive

La ripresa del PIL nel biennio sarebbe dipendente in larga misura dagli effetti delle politiche espansive.

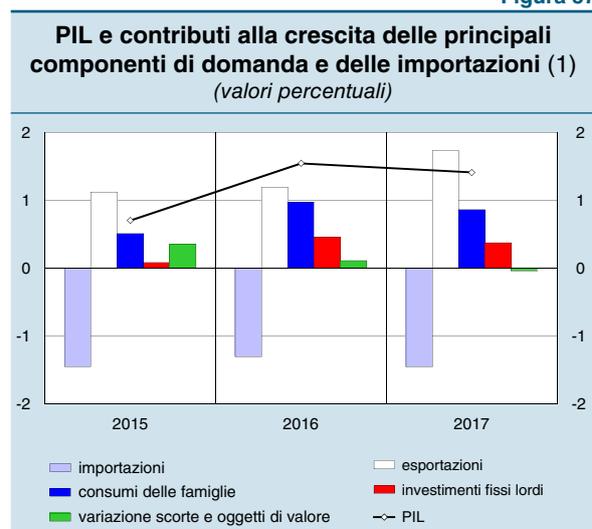
Alla crescita del prodotto nell'arco del biennio 2016-17 contribuirebbero il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema per circa 1,5 punti percentuali (attraverso il suo impatto sul cambio, sui tassi di interesse, sulle condizioni del credito) e la politica di bilancio per circa 0,4 punti. Gli effetti positivi degli sgravi alle famiglie e degli interventi a favore delle imprese (decontribuzione sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato, riduzione Ires e IRAP, incentivi agli investimenti in beni strumentali) verrebbero solo in parte com-

Figura 36



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2015; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 37



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

pensati dall'impatto delle misure di copertura finanziaria. La flessione del prezzo del petrolio osservata a partire dal 2014 contribuirebbe positivamente all'aumento del prodotto per circa 0,8 punti percentuali nel biennio 2016-17. L'impulso alla crescita del PIL proveniente dall'andamento degli scambi internazionali sarebbe sensibilmente inferiore a quello medio storico e in marcata riduzione rispetto a quanto prefigurato nel *Bollettino* dello scorso luglio.

Le esportazioni risentono del rallentamento globale, ma sono favorite dal cambio

Le esportazioni, che hanno risentito dell'indebolimento della domanda estera nella seconda metà del 2015, accelererebbero gradualmente fino a raggiungere una crescita superiore al 5 per cento nell'ultimo anno di previsione (dal 3,8 del 2015). Nel complesso il ritmo di espansione delle vendite all'estero sarebbe superiore a quello della domanda proveniente dai nostri partner commerciali, per effetto dei guadagni di competitività associati al consistente deprezzamento dell'euro a partire dalla metà del 2014.

Agli investimenti contribuiscono domanda e misure di sostegno

Gli investimenti, ancora deboli nella seconda metà del 2015, si rafforzerebbero nel prossimo biennio, espandendosi in media di oltre il

2 per cento. La ripresa rifletterebbe prevalentemente la componente di macchinari e attrezzature, che trarrebbe vantaggio dagli effetti delle misure di stimolo disposte dal Governo, oltre che da prospettive di domanda e condizioni di finanziamento più favorevoli. Si valuta che gli incentivi agli investimenti in beni strumentali, riducendo il costo del capitale delle imprese e incoraggiando l'anticipo delle decisioni di spesa, possano contribuire all'accumulazione di capitale produttivo complessivamente per circa 2,5 punti percentuali. Gli investimenti in costruzioni, in particolare quelli di edilizia residenziale, rimarrebbero invece più deboli a causa del lento recupero del mercato delle abitazioni: dopo essersi contratti nel 2015, ristagnerebbero quest'anno e tornerebbero a espandersi solo nel 2017. Alla fine dell'orizzonte di previsione il rapporto tra investimenti e PIL si avvicinerrebbe alla media del decennio pre-crisi (1998-2007) per la componente in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, mentre rimarrebbe ancora inferiore per la spesa totale (fig. 38).

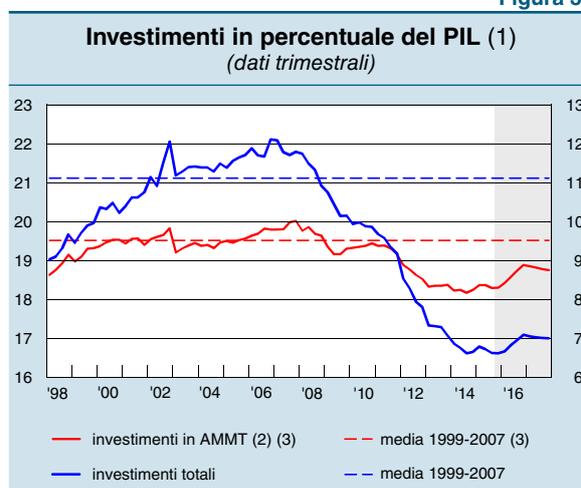
I consumi recuperano progressivamente...

I consumi delle famiglie continuerebbero ad aumentare, grazie alla ripresa del reddito disponibile reale, che beneficerebbe del miglioramento del mercato del lavoro e delle misure di stimolo disposte dal Governo. Il sostegno ai redditi medio-bassi, insieme agli sgravi sulla tassazione immobiliare, fornirebbe un impulso al PIL di circa 0,6 punti percentuali nel prossimo biennio. Al rafforzamento della spesa delle famiglie contribuirebbero i bassi tassi di interesse. I consumi, cresciuti di quasi l'1 per cento nel 2015, aumenterebbero a tassi intorno all'1,5 in media quest'anno e il prossimo. La spesa in beni durevoli continuerebbe a salire, seppure a ritmi più contenuti di quelli osservati nel corso del 2015. Il tasso di risparmio delle famiglie si assesterebbe intorno al 10 per cento nell'orizzonte di previsione.

...anche a seguito del rafforzamento del mercato del lavoro

Nel prossimo biennio l'occupazione, misurata in unità standard, continuerebbe ad aumentare a un tasso medio annuo dello 0,9 per cento, per effetto delle migliori prospettive di domanda e, in parte, delle misure di riduzione del costo del

Figura 38



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. – (2) Investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (AMMT). – (3) Scala di destra.

lavoro introdotte dal Governo. Si stima che i provvedimenti di sgravio contributivo sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato, oltre a tradursi in una forte ricomposizione a favore di queste forme contrattuali, possano generare nuova occupazione per circa 0,3 punti percentuali nel triennio di previsione. Il tasso di disoccupazione si ridurrebbe ulteriormente nel corso del medesimo orizzonte temporale, portandosi sotto l'11 per cento nel 2017.

I conti con l'estero rimangono positivi nonostante l'aumento delle importazioni

Le importazioni crescerebbero in media di quasi il 5 per cento all'anno, sospinte dalle componenti della domanda aggregata a maggior

contenuto di beni importati (investimenti produttivi ed esportazioni). Il surplus di parte corrente della bilancia dei pagamenti, stimato al 2,0 per cento del PIL nel 2015, aumenterebbe fino al 2,3 per cento nel 2017 (fig. 39); gran parte del miglioramento sarebbe riconducibile al minor disavanzo della bilancia energetica.

L'inflazione sale molto gradualmente

L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, salirebbe molto

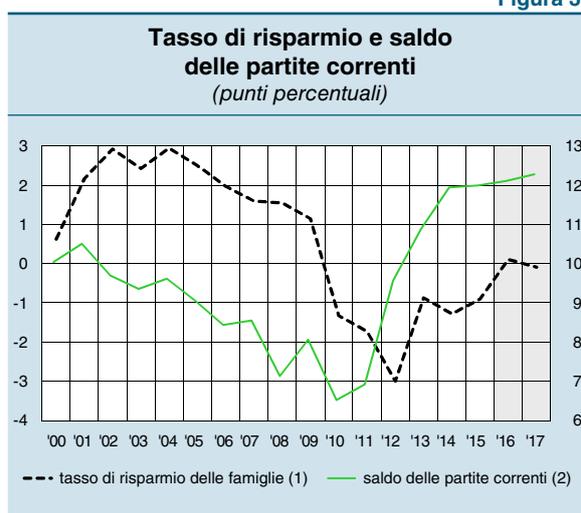
gradualmente, dallo 0,1 per cento del 2015 allo 0,3 quest'anno e all'1,2 nel prossimo (fig. 40). Al netto delle componenti più volatili, i prezzi crescerebbero dello 0,7 per cento nel 2016 e dello 0,9 nel 2017. Anche l'inflazione interna, calcolata sulla base del deflatore del PIL, risalirebbe gradualmente nel corso dell'orizzonte di previsione, raggiungendo l'1,2 per cento nel 2017. Alla modesta dinamica dell'inflazione contribuisce anche la contenuta crescita dei salari nominali, che riflette gli esiti dei contratti rinnovati e di quelli che verranno siglati nel corso del biennio, per i quali si ipotizzano aumenti in linea con le previsioni di inflazione al netto di quella attribuibile ai beni energetici importati. I margini di profitto del settore privato tornerebbero a crescere, in media di circa l'1 per cento l'anno, beneficiando dell'accelerazione ciclica e delle ridotte pressioni competitive dall'estero.

Le proiezioni di crescita sono in linea con quelle di luglio...

Le proiezioni sono nel complesso in linea con quelle contenute nel [Bollettino](#) di luglio, anche se il contributo alla crescita dei diversi fattori si è in parte modificato. A un contesto esterno complessivamente meno favorevole si contrappone un rafforzamento di quello interno. Gli effetti delle revisioni al ribasso della domanda estera (che sottrarrebbero circa 0,6 punti percentuali di crescita lungo l'intero

orizzonte) sono pressoché compensati dall'andamento più favorevole dei tassi di interesse e delle quotazioni del greggio, nonché dal contributo proveniente dalle ulteriori misure espansive incluse nella legge di stabilità. Le proiezioni di inflazione sono riviste al ribasso di circa otto decimi di punto nel 2016, soprattutto a causa della diminuzione dei prezzi delle materie prime energetiche.

Figura 39



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Scala di destra. - (2) In rapporto al PIL.

Figura 40



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

...e con quelle degli altri previsori

Le proiezioni di crescita del PIL riportate in questo scenario sono sostanzialmente in linea con quelle formulate dagli altri previsori (tav. 12). L'aumento dell'inflazione nel 2016 è in media inferiore a quello previsto dagli altri analisti.

I fattori di rischio per la crescita...

I rischi per la crescita sono però orientati prevalentemente al ribasso (fig. 41). I principali fattori di rischio per l'attività economica derivano dal quadro internazionale. Il rallentamento in Cina e nelle economie emergenti potrebbe rivelarsi più marcato e duraturo rispetto alle ipotesi. Una decelerazione più accentuata del previsto del commercio globale potrebbe avere ripercussioni anche sulla domanda interna se un aumento dell'incertezza circa gli sviluppi delle esportazioni inducesse decisioni di investimento più caute. Le tensioni di carattere geopolitico, dovute soprattutto all'instabilità della situazione in Medio Oriente e acuitesi con i recenti episodi terroristici, potrebbero ripercuotersi sulla fiducia di famiglie e imprese.

...e per l'inflazione

Per l'inflazione i rischi al ribasso sono connessi sia con i possibili effetti sulle quotazioni delle materie prime di un rallentamento delle economie emergenti più marcato del previsto, sia con una crescita della domanda inferiore alle aspettative, che manterrebbe ampi margini di capacità produttiva inutilizzata per un periodo prolungato. Vi è anche il rischio che flessioni

Tavola 12

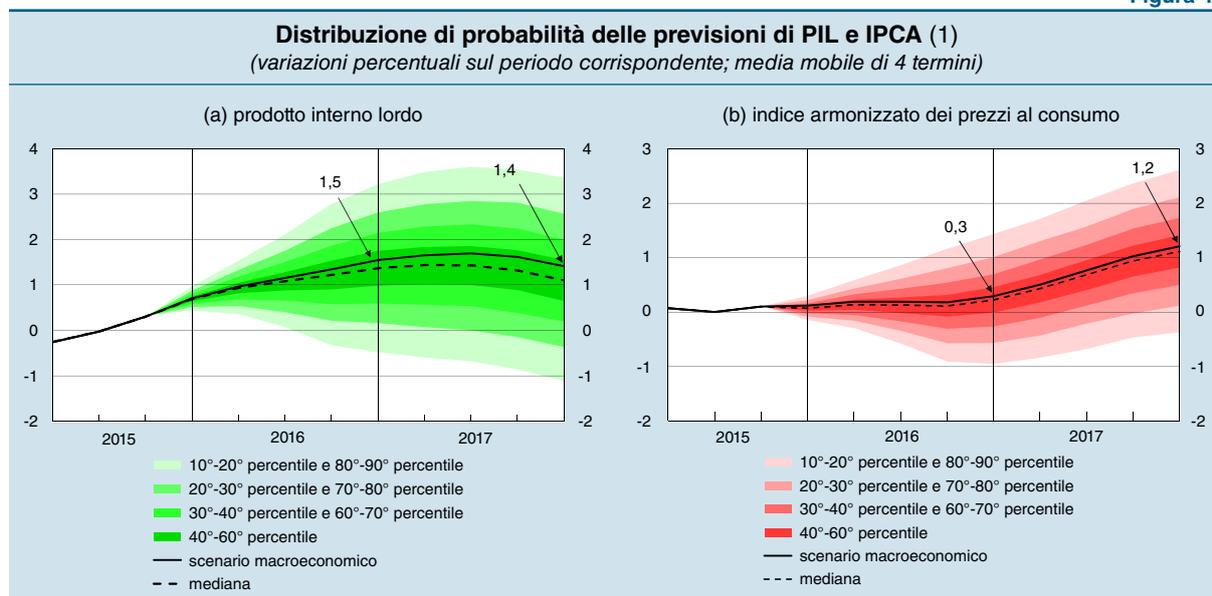
Previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2016	2017	2016	2017
FMI (ottobre)	1,3	1,2	0,7	1,0
OCSE (novembre)	1,4	1,4	0,8	1,1
Commissione europea (novembre)	1,5	1,4	1,0	1,9
Consensus Economics (dicembre)	1,3	...	0,8	...

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2015; OCSE, *OECD Economic Outlook*, 98, novembre 2015; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2015*, novembre 2015; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 2015.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. - (2) Misurata sull'IPCA.

Figura 41



(1) La distribuzione di probabilità viene rappresentata graficamente, per classi di percentili, mediante le cosiddette fan charts, elaborate sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. Tale distribuzione tiene conto di shock asimmetrici alle equazioni che riflettono i principali fattori di rischio, secondo la procedura descritta in C. Miani e S. Siviero, *A non-parametric model-based approach to uncertainty and risk analysis of macroeconomic forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 758, 2010. La figura riporta variazioni percentuali sul periodo corrispondente di medie mobili di 4 termini. Il valore relativo al 4° trimestre di ciascun anno coincide con il tasso di variazione medio annuo.

dell'inflazione maggiori di quanto atteso possano innescare effetti di retroazione sulla dinamica dei salari (in alcuni contratti siglati recentemente è previsto un adeguamento delle tranche di aumento a eventuali scostamenti dell'inflazione dalle attuali previsioni). Per contro, i prezzi potrebbero essere sostenuti da un ulteriore deprezzamento dell'euro, se si accentuasse l'andamento divergente della politica monetaria dell'area dell'euro da quella di altre aree.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

Informazioni più estese sono contenute nell'Appendice statistica del Bollettino Economico disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it.

INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	57
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	58
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	59
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	60
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	61
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	62
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	63
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	64
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	65
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	66
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	67

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti (1)*(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita, espressi in ragione d'anno)*

PERIODO	PIL			Spesa famiglie residenti		Spesa delle Amministrazioni pubbliche		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni		Importazioni		Esportazioni nette		Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Contributo		
2011	1,6	2,3	1,6	-3,0	-0,7	6,3	0,9	1,6	1,6	6,9	5,5	..	-0,1					
2012	2,2	1,5	1,0	-1,9	-0,4	9,8	1,4	2,1	2,1	3,4	2,2	0,1	0,1					
2013	1,5	1,7	1,2	-2,9	-0,6	4,2	0,6	1,2	1,3	2,8	1,1	0,2	0,1					
2014	2,4	2,7	1,8	-0,6	-0,1	5,3	0,8	2,5	2,6	3,4	3,8	-0,2	0,1					
2013 – 1° trim.	1,9	2,5	1,7	-4,5	-0,9	4,9	0,8	1,8	2,0	1,0	0,8	-0,1	0,7					
2° trim.	1,1	1,4	1,0	-2,0	-0,4	2,6	0,4	1,3	1,3	4,9	5,5	-0,2	0,4					
3° trim.	3,0	1,7	1,2	-2,2	-0,4	3,8	0,6	2,7	2,8	4,2	2,4	0,2	1,5					
4° trim.	3,8	3,5	2,4	-2,7	-0,5	5,1	0,8	2,5	2,5	10,9	1,0	1,3	-0,1					
2014 – 1° trim.	-0,9	1,3	0,9	..	..	6,0	0,9	0,5	0,5	-6,7	2,8	-1,4	-1,3					
2° trim.	4,6	3,8	2,6	1,2	0,2	5,6	0,9	4,7	4,8	9,8	9,6	-0,2	1,1					
3° trim.	4,3	3,5	2,3	1,8	0,3	7,9	1,2	3,8	3,9	1,8	-0,8	0,4	..					
4° trim.	2,1	4,3	2,9	-1,4	-0,3	2,5	0,4	2,9	3,0	5,4	10,3	-0,9	..					
2015 – 1° trim.	0,6	1,8	1,2	-0,1	..	3,3	0,5	2,5	2,5	-6,0	7,1	-1,9	0,9					
2° trim.	3,9	3,6	2,4	2,6	0,5	5,2	0,8	3,6	3,7	5,1	3,0	0,2	..					
3° trim.	2,0	3,0	2,0	1,8	0,3	3,7	0,6	2,2	2,3	0,7	2,3	-0,3	-0,7					

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati. Gli investimenti del settore pubblico sono compresi nella spesa delle Amministrazioni pubbliche. – (2) Include la variazione delle scorte.

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone (1)*(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita, espressi in ragione d'anno)*

PERIODO	PIL		Spesa famiglie residenti		Spesa delle Amministrazioni pubbliche		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2011	-0,5	0,2	0,3	0,2	1,2	0,2	1,4	0,3	0,4	0,4	-0,4	5,9	-0,9	-0,3
2012	1,7	2,3	1,4	1,4	1,7	0,3	3,4	0,7	2,6	2,6	-0,2	5,3	-0,9	0,2
2013	1,4	1,7	1,0	1,9	0,4	2,5	0,5	1,7	1,7	1,2	3,1	-0,3	-0,2	
2014	..	-0,9	-0,5	0,1	..	1,3	0,3	..	..	8,4	7,2	..	0,2
2013 – 1° trim.	4,0	3,0	1,8	2,6	0,5	-1,7	-0,4	2,2	2,2	16,4	3,1	1,7	0,3	
2° trim.	3,1	4,0	2,4	2,7	0,5	12,5	2,5	3,2	3,2	13,8	13,0	-0,1	-2,2	
3° trim.	2,0	1,3	0,8	0,2	..	7,9	1,6	3,4	3,5	-1,3	7,5	-1,4	1,0	
4° trim.	-0,7	-0,5	-0,3	..	..	4,5	0,9	1,3	1,3	-0,6	11,3	-2,0	0,7
2014 – 1° trim.	5,0	9,5	5,6	-0,5	-0,1	11,3	2,4	5,9	5,9	25,5	26,3	-0,9	-2,0	
2° trim.	-7,2	-17,8	-11,7	-0,9	-0,2	-17,6	-4,2	-10,4	-11,2	1,5	-16,2	3,8	5,0	
3° trim.	-2,8	..	..	0,9	0,2	-3,5	-0,8	-2,9	-3,0	6,5	4,3	0,2	-2,5
4° trim.	1,8	1,4	0,8	1,5	0,3	-0,2	..	0,4	0,5	12,0	3,2	1,4	-0,7	
2015 – 1° trim.	4,4	1,2	0,7	0,9	0,2	6,4	1,4	4,3	4,4	8,0	7,1	..	2,1	
2° trim.	-0,5	-2,1	-1,3	1,7	0,4	0,9	0,2	0,4	0,4	-16,0	-10,1	-0,9	1,2	
3° trim.	1,0	1,5	0,9	1,1	0,2	1,2	0,3	0,5	0,5	11,1	7,0	0,5	-0,8	

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati. Eventuali differenze nella somma dei contributi rispetto alla crescita del PIL sono dovute a discrepanze statistiche. – (2) Include la variazione delle scorte.

Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2010	2,1	10,0	4,1	-3,6	3,6	-0,3	0,8	0,8	11,3
2011	1,6	4,3	2,3	0,1	3,2	1,6	0,0	-0,1	6,5
2012	-0,9	-1,0	-0,9	-4,6	-1,9	-3,3	-1,2	-0,2	2,6
2013	-0,3	1,3	0,1	-3,6	-1,5	-2,6	-0,7	0,2	2,1
2014	0,9	4,5	1,9	-0,5	3,3	1,3	0,8	0,9	4,1
2013 – 3° trim.	0,2	1,3	0,6	0,6	1,2	0,9	0,3	0,2	0,5
4° trim.	0,2	0,5	0,3	-0,7	1,5	0,4	0,1	0,2	1,1
2014 – 1° trim.	0,2	1,2	0,5	0,5	0,3	0,4	0,0	0,2	0,8
2° trim.	0,1	1,1	0,4	-1,4	0,4	-0,5	0,2	0,2	1,0
3° trim.	0,3	1,5	0,6	-0,1	0,9	0,4	0,4	0,3	1,6
4° trim.	0,4	1,2	0,6	0,2	1,0	0,6	0,5	0,2	1,2
2015 – 1° trim.	0,5	1,9	0,9	1,3	1,7	1,5	0,5	0,5	1,3
2° trim.	0,4	0,9	0,5	-0,9	1,1	0,1	0,3	0,3	1,6
3° trim.	0,3	0,9	0,5	-0,2	0,2	0,0	0,4	0,6	0,2
Prezzi impliciti									
2010	0,7	5,2	....	....	....	0,9	1,6	0,6	3,2
2011	1,1	5,9	....	....	....	1,5	2,3	0,8	3,6
2012	1,2	2,5	....	....	....	1,3	1,9	0,8	1,8
2013	1,3	-1,3	....	....	....	0,4	1,2	1,3	-0,3
2014	0,9	-1,8	....	....	....	0,4	0,5	1,0	-0,7
2013 – 3° trim.	0,1	-0,1	....	....	....	0,3	0,2	0,2	-0,1
4° trim.	0,2	-0,3	....	....	....	0,3	0,2	-0,1	-0,1
2014 – 1° trim.	0,3	-0,6	....	....	....	0,0	0,2	0,7	-0,5
2° trim.	0,1	-0,4	....	....	....	-0,1	0,1	0,1	-0,2
3° trim.	0,3	0,0	....	....	....	0,4	0,0	0,3	0,4
4° trim.	0,3	-0,8	....	....	....	0,2	0,1	-0,1	0,0
2015 – 1° trim.	0,3	-1,3	....	....	....	-0,1	-0,3	0,2	-0,3
2° trim.	0,4	0,9	....	....	....	0,2	0,6	0,3	0,8
3° trim.	0,3	-1,0	....	....	....	0,2	-0,1	0,2	-0,4

Fonte: Eurostat.

(1) I dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include la spesa per consumi delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	PIL	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2010	1,7	12,4	3,7	-3,6	3,1	-0,5	1,2	0,6	11,8
2011	0,6	0,5	0,6	-3,7	..	-1,9	..	-1,8	5,2
2012	-2,8	-8,1	-4,0	-9,3	-9,2	-9,3	-3,9	-1,4	2,3
2013	-1,7	-2,5	-1,9	-7,4	-5,7	-6,6	-2,7	-0,3	0,8
2014	-0,4	2,9	0,2	-5,0	-1,9	-3,5	0,4	-0,7	3,1
2013 – 3° trim.	..	2,4	0,5	-0,2	..	-0,1	0,1	-1,0	1,6
4° trim.	..	-0,1	-0,1	-2,7	0,3	-1,3	0,2	0,1	-0,4
2014 – 1° trim.	-0,1	0,5	..	-0,8	-2,1	-1,5	0,2	-0,2	0,4
2° trim.	-0,2	0,9	..	-1,5	0,2	-0,7	0,1	-0,7	1,3
3° trim.	-0,1	1,2	0,2	-1,1	-0,8	-0,9	..	0,5	0,7
4° trim.	-0,1	0,4	..	-0,4	0,7	0,1	0,2	0,5	1,9
2015 – 1° trim.	0,4	2,5	0,9	0,6	1,9	1,2	0,1	..	1,0
2° trim.	0,3	1,6	0,6	-0,5	0,3	-0,1	0,4	-0,4	1,3
3° trim.	0,2	0,5	0,3	..	-0,7	-0,4	0,4	0,3	-0,8
Prezzi impliciti									
2010	0,3	6,6	1,6	2,5	2,2	2,4	1,4	0,4	2,3
2011	1,5	6,8	2,6	4,2	0,8	2,6	2,9	-0,2	4,0
2012	1,4	3,5	1,8	1,2	1,6	1,4	2,7	-0,3	1,9
2013	1,3	-1,7	0,6	0,5	0,4	0,4	1,2	0,2	-0,2
2014	0,9	-2,4	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,7	-0,3
2013 – 3° trim.	0,2	-0,3	0,1	0,2	..	0,1	0,3	0,4	..
4° trim.	0,3	-0,8	0,1	0,3	-1,2	-0,4	..	0,3	-0,2
2014 – 1° trim.	0,4	-0,8	0,2	-0,5	0,5	..	0,1	0,3	0,1
2° trim.	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	..	-0,2	-0,3
3° trim.	0,2	-0,4	0,1	0,4	1,2	0,8	-0,1	0,1	0,3
4° trim.	0,3	-0,9	..	0,2	0,7	0,4	..	0,3	-0,3
2015 – 1° trim.	-0,1	-0,8	-0,2	-0,4	-1,6	-1,0	-0,1	-0,5	-0,4
2° trim.	0,1	1,2	0,3	-0,2	0,9	0,4	0,3	..	0,4
3° trim.	0,4	-2,1	-0,1	0,4	0,5	0,5	-0,1	0,3	-0,4

Fonte: Istat.

(1) I dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include la spesa per consumi delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Redditi per ore lavorate	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate	
Totale industria al netto delle costruzioni				
2011	2,2	2,3	2,8	0,6
2012	3,3	1,2	-1,0	-2,2
2013	2,9	0,9	-0,6	-1,5
2014	1,7	0,1	0,5	0,4
2013 – 1° trim.	4,6	2,0	-1,4	-3,4
2° trim.	2,1	0,0	-0,9	-0,9
3° trim.	2,6	-0,3	-1,0	-0,8
4° trim.	2,1	1,9	1,3	-0,5
2014 – 1° trim.	1,4	0,3	0,9	0,6
2° trim.	2,3	0,7	0,5	-0,3
3° trim.	1,8	0,4	0,6	0,2
4° trim.	1,5	-0,7	0,2	1,0
2015 – 1° trim.	1,7	0,8	1,3	0,5
2° trim.	1,4	0,9	1,8	0,9
3° trim.	0,8	0,5	1,5	1,0
Servizi				
2011	1,8	1,2	1,7	0,5
2012	2,2	0,8	-0,1	-0,9
2013	2,1	1,1	0,1	-1,0
2014	1,2	0,1	1,0	0,9
2013 – 1° trim.	2,7	1,3	-0,5	-1,8
2° trim.	1,9	1,0	0,0	-1,0
3° trim.	1,9	1,2	0,4	-0,8
4° trim.	1,8	0,8	0,6	-0,2
2014 – 1° trim.	1,2	0,4	1,1	0,7
2° trim.	1,1	0,1	0,9	0,8
3° trim.	1,1	0,0	0,9	1,0
4° trim.	1,2	-0,1	1,1	1,2
2015 – 1° trim.	1,2	0,3	1,3	1,0
2° trim.	1,1	0,3	1,5	1,2
3° trim.	0,9	0,0	1,5	1,5
Totale economia				
2011	2,1	1,6	1,7	0,1
2012	2,6	1,0	-0,7	-1,6
2013	2,3	1,3	-0,2	-1,4
2014	1,3	0,3	0,9	0,6
2013 – 1° trim.	3,2	1,7	-1,0	-2,6
2° trim.	2,0	1,0	-0,4	-1,4
3° trim.	2,0	1,0	0,0	-1,0
4° trim.	1,8	1,2	0,7	-0,4
2014 – 1° trim.	1,2	0,5	1,1	0,6
2° trim.	1,4	0,4	0,8	0,4
3° trim.	1,2	0,2	0,8	0,6
4° trim.	1,2	-0,2	0,8	1,0
2015 – 1° trim.	1,3	0,3	1,1	0,8
2° trim.	1,1	0,3	1,5	1,1
3° trim.	0,8	0,1	1,4	1,3

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat basati su SEC 2010.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento 2010.

Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
		Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2011	2,6	1,1	1,1	0,0	1,4
2012	2,8	1,6	-2,6	-4,2	1,1
2013	2,7	0,6	-2,3	-2,9	2,1
2014	1,6	-2,2	-1,2	0,9	3,8
2013 – 1° trim.	2,4	1,4	-3,2	-4,5	1,0
2° trim.	3,2	1,2	-2,6	-3,7	2,0
3° trim.	2,9	-0,8	-2,9	-2,2	3,7
4° trim.	2,7	0,6	-0,7	-1,3	2,1
2014 – 1° trim.	2,0	-0,9	0,1	1,0	2,9
2° trim.	1,5	-1,3	-0,8	0,5	2,8
3° trim.	1,3	-2,5	-1,4	1,2	3,9
4° trim.	0,7	-3,6	-1,5	2,2	4,5
2015 – 1° trim.	2,1	-1,3	-0,5	0,8	3,4
2° trim.	1,5	-0,7	0,4	1,1	2,1
3° trim.	1,5	0,7	1,3	0,6	0,8
Servizi					
2011	0,3	0,2	0,9	0,7	0,1
2012	0,2	-0,9	-2,1	-1,1	1,2
2013	1,3	0,8	-1,0	-1,9	0,5
2014	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,6
2013 – 1° trim.	0,8	-0,1	-1,6	-1,6	0,9
2° trim.	1,0	1,1	-1,1	-2,2	-0,1
3° trim.	0,8	1,5	-0,7	-2,1	-0,6
4° trim.	2,5	0,9	-0,7	-1,6	1,6
2014 – 1° trim.	1,4	0,4	-0,1	-0,4	1,0
2° trim.	0,2	-0,4	0,1	0,5	0,7
3° trim.	0,3	-0,3	0,1	0,4	0,7
4° trim.	-0,4	-0,8	0,1	0,9	0,3
2015 – 1° trim.	-0,7	-1,0	0,1	1,1	0,3
2° trim.	-0,4	-0,7	0,4	1,1	0,3
3° trim.	-0,5	-1,1	0,5	1,6	0,6
Totale economia					
2011	1,0	0,5	0,6	0,1	0,5
2012	1,1	0,1	-2,4	-2,5	1,0
2013	1,8	1,2	-1,5	-2,6	0,6
2014	0,7	-0,5	-0,4	0,1	1,2
2013 – 1° trim.	1,4	0,8	-2,2	-3,0	0,6
2° trim.	1,8	1,7	-1,7	-3,3	0,1
3° trim.	1,4	1,1	-1,2	-2,3	0,3
4° trim.	2,5	1,0	-0,8	-1,8	1,5
2014 – 1° trim.	1,5	0,2	-0,1	-0,3	1,3
2° trim.	0,5	-0,6	-0,3	0,3	1,1
3° trim.	0,6	-0,6	-0,4	0,2	1,2
4° trim.	-0,2	-1,5	-0,5	1,0	1,3
2015 – 1° trim.	0,0	-1,1	-0,1	1,0	1,1
2° trim.	0,1	-0,9	0,3	1,2	0,9
3° trim.	0,0	-0,5	0,6	1,2	0,6

Fonte: elaborazioni su dati Istat basati su SEC 2010.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati. Anno di riferimento 2010.

Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(indici: 2005=100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Francia		Germania		Italia		Spagna		Area dell'euro (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari ed energetici
2011	2,3	1,1	2,5	1,2	2,9	2,0	3,1	1,2	2,7	1,4
2012	2,2	1,5	2,1	1,3	3,3	2,0	2,4	1,3	2,5	1,5
2013	1,0	0,7	1,6	1,2	1,3	1,3	1,5	1,3	1,4	1,1
2014	0,6	1,0	0,8	1,1	0,2	0,7	-0,2	-0,1	0,4	0,8
2013 – gen.	1,4	0,9	1,9	1,1	2,4	1,7	2,8	2,1	2,0	1,3
feb.	1,2	0,7	1,8	1,2	2,0	1,4	2,9	2,1	1,8	1,3
mar.	1,1	0,8	1,8	1,8	1,8	1,5	2,6	2,2	1,7	1,5
apr.	0,8	0,5	1,1	0,6	1,3	1,2	1,5	1,8	1,2	1,0
mag.	0,9	0,6	1,6	1,1	1,3	1,4	1,8	2,0	1,4	1,2
giu.	1,0	0,5	1,9	1,2	1,4	1,2	2,2	1,9	1,6	1,2
lug.	1,2	0,7	1,9	1,2	1,2	1,0	1,9	1,5	1,6	1,1
ago.	1,0	0,6	1,6	1,2	1,2	1,2	1,6	1,4	1,3	1,1
set.	1,0	0,8	1,6	1,3	0,9	1,3	0,5	0,5	1,1	1,0
ott.	0,7	0,9	1,2	1,0	0,8	1,2	0,0	-0,1	0,7	0,8
nov.	0,8	1,0	1,6	1,7	0,7	1,1	0,3	0,0	0,9	0,9
dic.	0,8	0,8	1,2	0,7	0,7	0,9	0,3	-0,1	0,8	0,7
2014 – gen.	0,8	0,8	1,2	1,2	0,6	0,9	0,3	-0,1	0,8	0,8
feb.	1,1	1,4	1,0	1,2	0,4	0,9	0,1	0,0	0,7	1,0
mar.	0,7	1,1	0,9	0,9	0,3	0,9	-0,2	-0,3	0,5	0,7
apr.	0,8	1,2	1,1	1,4	0,5	1,1	0,3	0,1	0,7	1,0
mag.	0,8	1,1	0,6	0,7	0,4	0,8	0,2	-0,1	0,5	0,7
giu.	0,6	0,9	1,0	1,1	0,2	0,7	0,0	-0,1	0,5	0,8
lug.	0,6	0,9	0,8	1,2	0,0	0,5	-0,4	-0,1	0,4	0,8
ago.	0,5	1,2	0,8	1,2	-0,2	0,4	-0,5	0,0	0,4	0,9
set.	0,4	0,9	0,8	1,2	-0,1	0,5	-0,3	-0,2	0,3	0,8
ott.	0,5	0,8	0,7	1,1	0,2	0,6	-0,2	-0,2	0,4	0,7
nov.	0,4	0,7	0,5	0,9	0,3	0,6	-0,5	-0,2	0,3	0,7
dic.	0,1	0,7	0,1	1,2	-0,1	0,7	-1,1	-0,1	-0,2	0,7
2015 – gen.	-0,4	0,4	-0,5	0,9	-0,5	0,5	-1,5	0,0	-0,6	0,6
feb.	-0,3	0,3	0,0	1,1	0,1	0,9	-1,2	0,0	-0,3	0,7
mar.	0,0	0,4	0,2	1,0	0,0	0,4	-0,8	0,0	-0,1	0,6
apr.	0,1	0,5	0,3	1,1	-0,1	0,3	-0,7	0,0	0,0	0,6
mag.	0,3	0,7	0,7	1,4	0,2	0,7	-0,3	0,3	0,3	0,9
giu.	0,3	0,7	0,1	0,9	0,2	0,7	0,0	0,4	0,2	0,8
lug.	0,2	0,8	0,1	0,9	0,3	1,0	0,0	0,5	0,2	1,0
ago.	0,1	0,6	0,1	1,1	0,4	1,0	-0,5	0,5	0,1	0,9
set.	0,1	0,7	-0,2	1,1	0,2	0,8	-1,1	0,4	-0,1	0,9
ott.	0,2	0,8	0,2	1,4	0,3	0,9	-0,9	0,6	0,1	1,1
nov.	0,1	0,7	0,3	1,2	0,2	0,7	-0,4	0,7	0,2	0,9
dic.	0,3	0,8	(0,2)	....	(0,1)	(0,5)	(-0,1)	....	(0,2)	(0,9)

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Media ponderata degli indici dei paesi appartenenti all'area dell'euro alla data indicata.

Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale (1)
(milioni di euro)

PERIODO	Conto corrente					Conto capitale		
	Totale	Merci	Servizi	Redditi primari	Redditi secondari	Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali
2011	-50.411	-18.583	-6.157	-6.418	-19.253	1.032	-49	1.081
2012	-6.938	16.829	-130	-4.121	-19.516	3.959	1.835	2.124
2013	14.293	36.034	692	-4.376	-18.056	181	-3.142	3.322
2014	30.779	49.204	-1.258	-532	-16.634	3.355	-942	4.297
2013 – 4° trim.	9.731	11.166	-632	1.464	-2.267	2.301	-510	2.811
2014 – 1° trim.	-404	8.337	-2.593	878	-7.027	-587	-515	-72
2° trim.	6.251	12.196	791	-3.787	-2.948	281	-158	439
3° trim.	9.898	12.581	1.546	-1.100	-3.129	423	43	381
4° trim.	15.034	16.090	-1.002	3.477	-3.531	3.238	-311	3.549
2015 – 1° trim.	587	9.480	-2.586	843	-7.150	-262	-244	-18
2° trim.	6.262	12.361	1.341	-5.119	-2.321	-349	-587	238
3° trim.	11.637	13.588	2.065	-33	-3.983	-13	-211	198
2013 – ott.	4.058	4.158	97	353	-550	991	-107	1.098
nov.	2.849	3.255	-510	741	-637	874	-100	974
dic.	2.824	3.753	-219	370	-1.080	436	-304	739
2014 – gen.	-1.504	782	-706	170	-1.750	-118	-108	-10
feb.	429	3.157	-842	392	-2.278	-134	-115	-19
mar.	671	4.397	-1.044	316	-2.999	-335	-292	-43
apr.	2.578	4.047	-169	-234	-1.066	-13	-76	63
mag.	746	4.199	226	-3.020	-659	-4	-68	64
giu.	2.927	3.949	734	-534	-1.223	298	-14	312
lug.	7.331	7.323	1.066	121	-1.179	195	37	157
ago.	1.459	2.665	-65	-60	-1.082	157	12	146
set.	1.108	2.592	545	-1.162	-868	71	-6	77
ott.	5.903	5.884	-15	958	-924	1.317	-65	1.382
nov.	3.011	3.963	-637	645	-960	1.168	-58	1.226
dic.	6.121	6.244	-350	1.874	-1647	753	-188	942
2015 – gen.	-1.789	742	-720	-18	-1.792	-6	-18	12
feb.	1.045	4.162	-908	113	-2.322	-10	-14	4
mar.	1.331	4.577	-958	748	-3.035	-246	-212	-35
apr.	2.851	4.282	13	-440	-1.005	-176	-199	24
mag.	1.672	4.643	509	-3.153	-327	-174	-197	23
giu.	1.740	3.436	819	-1.526	-990	1	-191	192
lug.	8.272	8.366	1.199	143	-1.435	18	-69	87
ago.	1.640	2.493	406	69	-1.328	22	-58	80
set.	1.725	2.730	460	-245	-1.220	-52	-84	31
ott.	(6.131)	(5.880)	(285)	(718)	(-752)	(1.040)	(-157)	(1.197)

(1) Dati elaborati secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6).

Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODO	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese				Famiglie consumatrici	Istituzioni sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale
			Totale	medio-grandi	piccole (2)				
					di cui: famiglie produttrici (3)				
Centro e Nord									
2013 – dic.	-2,5	-4,9	-5,4	-5,7	-4,1	-3,1	-0,7	-3,6	-3,8
2014 – mar.	0,3	-5,5	-4,4	-4,8	-3,0	-2,5	-0,5	-3,2	-3,0
giu.	2,4	-3,2	-3,1	-3,3	-2,3	-1,9	-0,4	-2,2	-1,7
set.	2,2	-2,9	-3,2	-3,3	-2,8	-1,9	-0,2	-1,3	-1,7
dic.	4,2	-0,6	-2,0	-1,9	-2,5	-1,5	-0,1	-1,6	-0,6
2015 – mar.	1,3	-0,9	-2,0	-1,8	-2,6	-1,5	0,1	-2,4	-0,9
giu.	3,5	-1,6	-1,5	-1,2	-2,5	-1,4	0,5	-0,6	-0,3
set.	2,7	-1,3	-0,9	-0,5	-2,6	-1,5	0,9	-1,8	0,1
ott.	3,0	-0,7	-1,2	-0,7	-3,4	-2,1	1,0	0,6	0,0
nov.	1,2	1,9	0,3	0,7	-1,5	-0,9	1,2	0,2	0,8
Sud e Isole									
2013 – dic.	-5,4	-3,0	-3,0	-2,9	-3,3	-2,8	-1,5	-3,0	-2,6
2014 – mar.	-5,0	-1,4	-2,6	-2,6	-2,6	-2,4	-1,3	-5,0	-2,3
giu.	-5,1	-4,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,1	-1,0	-4,0	-2,0
set.	-4,3	-4,5	-2,0	-1,8	-2,4	-2,0	-0,7	-3,5	-1,7
dic.	-4,1	-3,2	-1,6	-1,5	-2,0	-1,2	-0,6	-1,7	-1,5
2015 – mar.	-4,1	-5,3	-1,0	-0,7	-1,9	-1,1	-0,4	0,6	-1,1
giu.	-4,1	-4,7	-0,5	0,0	-1,7	-0,8	0,0	-0,6	-0,6
set.	-8,4	-2,3	-0,3	0,1	-1,4	-0,7	0,5	-2,7	-0,7
ott.	-5,6	-1,5	-0,4	0,1	-1,7	-0,9	0,7	-1,8	-0,4
nov.	-5,5	-1,1	0,4	0,8	-0,7	-0,3	1,1	-4,6	0,1
Italia									
2013 – dic.	-2,8	-4,9	-5,1	-5,3	-3,9	-3,0	-0,9	-3,5	-3,6
2014 – mar.	-0,2	-5,5	-4,2	-4,5	-2,9	-2,5	-0,7	-3,4	-2,9
giu.	1,6	-3,2	-3,0	-3,2	-2,2	-1,9	-0,6	-2,4	-1,7
set.	1,6	-2,9	-3,0	-3,1	-2,7	-1,9	-0,3	-1,5	-1,7
dic.	3,4	-0,7	-2,0	-1,9	-2,4	-1,4	-0,2	-1,6	-0,7
2015 – mar.	0,8	-1,0	-1,8	-1,7	-2,4	-1,4	0,0	-2,1	-0,9
giu.	2,8	-1,7	-1,3	-1,1	-2,4	-1,3	0,4	-0,6	-0,3
set.	1,7	-1,3	-0,8	-0,4	-2,3	-1,3	0,8	-1,9	-0,1
ott.	2,2	-0,8	-1,0	-0,6	-3,0	-1,8	1,0	0,3	0,0
nov.	0,6	1,8	0,3	0,7	-1,4	-0,8	1,1	-0,3	0,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati dell'ultimo mese sono provvisori. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. –

(2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (1)
 (miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Transazioni in strumenti di debito	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (2)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale							<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		<i>di cui:</i> connesso con sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)
2012	7,0	-1,3	20,4	24,1	1,3	23,7	76,5	-10,1	0,0	66,3	29,5
2013	-1,8	-2,2	-11,0	91,3	-3,6	4,8	79,8	-3,2	-10,0	76,6	13,0
2014	14,7	-1,1	-16,0	81,9	-5,0	-1,2	74,4	-8,8	-28,0	65,7	4,7
2012 – mar.	8,0	-1,2	31,4	0,4	-0,2	7,4	47,0	-10,2	-5,6	36,8	8,0
giu.	-3,9	0,5	-1,5	17,8	2,2	8,5	23,1	-11,7	-2,4	11,4	8,6
set.	4,8	-1,2	5,1	4,2	-0,3	0,2	14,0	0,2	-22,7	14,2	0,5
dic.	-1,9	0,7	-14,6	1,8	-0,5	7,6	-7,7	11,5	30,7	3,8	12,5
2013 – mar.	0,3	-1,4	5,0	42,6	-1,0	0,4	47,3	-11,5	-10,7	35,8	1,1
giu.	-5,1	-0,7	6,6	32,9	0,6	4,2	39,1	-30,4	-8,6	8,7	7,1
set.	0,2	0,2	0,6	-4,5	-2,1	-1,2	-7,0	35,5	7,3	28,4	0,7
dic.	2,8	-0,3	-23,1	20,3	-1,1	1,5	0,4	3,1	2,1	3,6	4,1
2014 – mar.	6,2	-0,5	3,5	46,2	-0,5	-1,3	54,2	-24,3	-6,5	29,9	0,0
giu.	2,4	-0,3	-1,6	50,5	-3,3	1,8	49,8	-43,3	-27,0	6,4	4,3
set.	-3,7	0,3	-4,9	-20,8	-0,1	-2,4	-32,0	53,7	-1,6	21,8	0,4
dic.	9,8	-0,6	-13,0	6,0	-1,1	0,6	2,5	5,2	7,1	7,6	0,0
2015 – mar.	-1,6	-0,9	5,5	49,2	4,2	-2,7	54,5	-32,5	-25,8	22,0	-2,1
giu.	5,1	-0,4	-2,1	15,8	-0,6	0,2	18,5	-22,0	6,8	-3,5	0,0
set.	-3,5	0,5	-4,4	-1,9	-2,3	-0,1	-12,2	36,9	3,2	24,8	0,0
2014 – gen.	4,2	-0,6	6,7	10,2	0,8	-0,3	21,6	-20,2	-4,4	1,4	0,0
feb.	-1,3	-0,1	-2,8	23,4	-1,2	-0,5	17,6	-6,8	0,6	10,8	0,0
mar.	3,3	0,3	-0,4	12,6	-0,1	-0,4	14,9	2,8	-2,7	17,7	0,0
apr.	-1,8	-0,1	-1,5	28,7	0,0	1,6	27,0	-15,5	2,5	11,5	4,3
mag.	1,1	-0,2	0,3	19,3	-0,1	-0,3	20,3	-14,9	-2,8	5,5	0,0
giu.	3,1	0,0	-0,4	2,5	-3,3	0,5	2,4	-13,0	-26,7	-10,6	0,0
lug.	-2,7	0,3	-1,6	7,4	0,2	-2,4	0,9	-4,5	-3,3	-3,6	0,2
ago.	-0,9	0,5	-2,1	-16,7	-0,4	-0,2	-20,3	27,3	-1,6	7,0	0,2
set.	-0,1	-0,4	-1,2	-11,4	0,1	0,1	-12,5	30,9	3,3	18,4	0,0
ott.	-1,5	-0,8	-3,0	30,8	-0,9	-0,3	25,1	-17,8	-1,1	7,3	0,0
nov.	3,1	-0,6	-1,7	0,2	0,2	0,2	2,1	3,2	-9,7	5,2	0,0
dic.	8,1	0,7	-8,2	-24,9	-0,4	0,7	-24,7	19,8	17,9	-4,9	0,0
2015 – gen.	1,3	-0,4	7,3	24,7	-1,1	-0,5	31,7	-36,4	-18,1	-4,7	0,0
feb.	-3,3	-0,8	-0,1	5,9	4,4	-2,4	4,5	3,6	-10,9	8,1	-2,1
mar.	0,4	0,3	-1,7	18,5	0,9	0,2	18,3	0,2	3,2	18,6	0,0
apr.	-0,9	-0,1	-1,0	12,1	1,1	-0,3	10,9	-4,2	6,2	6,8	0,0
mag.	1,7	-0,4	-0,1	20,1	0,6	-0,2	22,1	-17,8	1,2	4,2	0,0
giu.	4,3	0,1	-0,9	-16,3	-2,2	0,6	-14,5	0,0	-0,6	-14,5	0,0
lug.	-3,1	-0,2	0,0	0,3	-1,9	-0,4	-5,1	4,7	-0,2	-0,4	0,0
ago.	0,9	0,5	-2,3	-13,4	-0,2	-0,2	-15,2	22,5	-1,5	7,3	0,0
set.	-1,3	0,3	-2,1	11,2	-0,1	0,6	8,2	9,7	4,9	17,9	0,0
ott.	-0,6	-0,1	-1,4	22,8	-0,4	-0,6	19,8	-17,7	1,1	2,1	0,0
nov.	-0,7	-0,8	-0,4	0,9	0,4	0,3	0,5	7,3	1,7	7,8	0,0

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: Appendice metodologica in *Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*. – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).

Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)
(miliardi di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Per memoria				
	<i>di cui: raccolta postale</i>							Disponibilità liquide del Tesoro (2)	<i>di cui: impieghi della liquidità</i>	Depositi presso IFM residenti al netto delle operazioni di liquidità	Sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	
2012	160,2	20,8	151,6	1.502,4	134,1	41,1	26,9	1.989,4	34,4	0,0	27,2	42,7
2013	158,4	18,6	140,6	1.593,7	131,0	45,9	34,1	2.069,7	37,6	10,0	24,7	55,6
2014	173,1	17,5	124,5	1.667,4	126,1	44,8	36,0	2.135,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2012 – mar.	161,3	20,8	162,6	1.473,9	132,6	24,8	11,1	1.955,2	34,5	5,6	33,6	21,1
giu.	157,3	21,3	161,1	1.496,5	134,8	33,3	19,7	1.983,1	46,1	7,9	26,5	29,7
set.	162,1	20,1	166,2	1.500,2	134,6	33,6	20,2	1.996,7	45,9	30,7	25,4	30,2
dic.	160,2	20,8	151,6	1.502,4	134,1	41,1	26,9	1.989,4	34,4	0,0	27,2	42,7
2013 – mar.	160,5	19,4	156,5	1.543,8	133,6	41,5	28,0	2.036,0	45,9	10,7	24,6	43,7
giu.	155,4	18,7	163,1	1.578,6	134,2	45,7	32,2	2.077,0	76,3	19,4	27,1	50,8
set.	155,6	18,8	163,7	1.573,1	132,1	44,5	32,9	2.068,9	40,8	12,1	26,3	51,5
dic.	158,4	18,6	140,6	1.593,7	131,0	45,9	34,1	2.069,7	37,6	10,0	24,7	55,6
2014 – mar.	164,6	18,1	144,1	1.636,5	130,5	44,7	34,2	2.120,4	61,9	16,5	25,1	55,6
giu.	167,0	17,8	142,5	1.685,5	127,2	46,5	35,6	2.168,7	105,3	43,5	25,8	59,9
set.	163,3	18,2	137,5	1.662,4	127,1	44,1	36,0	2.134,4	51,6	45,1	24,9	60,3
dic.	173,1	17,5	124,5	1.667,4	126,1	44,8	36,0	2.135,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2015 – mar.	171,5	16,7	130,0	1.711,6	130,2	42,1	33,9	2.185,5	78,9	63,8	23,2	58,2
giu.	176,6	16,3	128,0	1.728,2	129,7	42,3	33,9	2.204,6	100,9	57,0	25,5	58,2
set.	173,1	16,8	123,6	1.725,9	127,3	42,2	33,9	2.192,0	64,0	53,8	27,3	58,2
2014 – gen.	162,6	18,0	147,3	1.602,6	131,8	45,6	34,1	2.090,0	57,9	14,4	23,7	55,6
feb.	161,3	17,9	144,5	1.626,0	130,7	45,1	34,1	2.107,6	64,7	13,8	22,8	55,6
mar.	164,6	18,1	144,1	1.636,5	130,5	44,7	34,2	2.120,4	61,9	16,5	25,1	55,6
apr.	162,8	18,0	142,6	1.664,8	130,6	46,3	35,6	2.147,0	77,4	14,0	26,8	59,9
mag.	163,9	17,8	142,9	1.683,7	130,5	46,1	35,6	2.167,0	92,3	16,8	24,9	59,9
giu.	167,0	17,8	142,5	1.685,5	127,2	46,5	35,6	2.168,7	105,3	43,5	25,8	59,9
lug.	164,3	18,1	140,8	1.692,2	127,4	44,1	35,8	2.168,9	109,7	46,8	26,2	60,1
ago.	163,4	18,6	138,7	1.675,4	127,0	44,0	36,0	2.148,5	82,4	48,4	24,4	60,3
set.	163,3	18,2	137,5	1.662,4	127,1	44,1	36,0	2.134,4	51,6	45,1	24,9	60,3
ott.	161,8	17,4	134,5	1.692,3	126,3	43,8	36,0	2.158,6	69,4	46,2	24,1	60,3
nov.	165,0	16,8	132,7	1.692,8	126,5	44,1	36,0	2.161,0	66,2	55,9	23,2	60,3
dic.	173,1	17,5	124,5	1.667,4	126,1	44,8	36,0	2.135,9	46,4	38,0	25,7	60,3
2015 – gen.	174,4	17,2	131,9	1.691,4	124,9	44,3	36,0	2.166,9	82,8	56,1	21,0	60,3
feb.	171,1	16,4	131,7	1.696,2	129,3	41,8	33,9	2.170,2	79,1	67,0	20,2	58,2
mar.	171,5	16,7	130,0	1.711,6	130,2	42,1	33,9	2.185,5	78,9	63,8	23,2	58,2
apr.	170,6	16,6	129,0	1.723,1	131,3	41,8	33,9	2.195,8	83,1	57,6	23,6	58,2
mag.	172,2	16,2	128,9	1.744,6	131,9	41,6	33,9	2.219,3	100,9	56,4	25,2	58,2
giu.	176,6	16,3	128,0	1.728,2	129,7	42,3	33,9	2.204,6	100,9	57,0	25,5	58,2
lug.	173,4	16,0	128,0	1.729,2	127,7	41,8	33,9	2.200,2	96,2	57,2	26,6	58,2
ago.	174,4	16,5	125,7	1.715,9	127,5	41,6	33,9	2.185,1	73,7	58,7	27,0	58,2
set.	173,1	16,8	123,6	1.725,9	127,3	42,2	33,9	2.192,0	64,0	53,8	27,3	58,2
ott.	172,5	16,7	122,2	1.748,7	126,9	41,6	33,9	2.211,9	81,7	52,7	29,3	58,2
nov.	171,8	15,9	121,8	1.749,1	127,3	41,8	33,9	2.211,9	74,4	51,0	30,2	58,2

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: Appendice metodologica in *Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*. – (2) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e operazioni di liquidità presso il sistema bancario. – (3) Include i prestiti in favore di paesi dalla UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF), e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM).